

ABHANDLUNGEN / ARTICLES

Unternehmensbewertung im Recht der Aktiengesellschaft: Ein japanisch-deutscher Rechtsvergleich

Eiji Takahashi * / *Holger Fleischer* ** / *Harald Baum* ***

- A. Bewertungsrechtsvergleichung als Forschungsgegenstand des internationalen Unternehmensrechts
- B. Grundlagen und Anwendungsfälle der Unternehmensbewertung
 - I. Deutschland
 - 1. Gesellschaftsformen und Bewertungsfragen
 - 2. Bewertungsanlässe im Aktienrecht
 - 3. Entwicklungslinien aktienrechtlicher Abfindungsansprüche
 - 4. Funktionen aktienrechtlicher Abfindungsansprüche
 - II. Japan
 - 1. Gesellschaftsformen und Bewertungsfragen
 - 2. Bewertungsanlässe im Aktienrecht
 - 3. Entwicklungslinien aktienrechtlicher Abfindungsansprüche
 - 4. Funktionen aktienrechtlicher Unternehmensbewertungen und Abfindungsansprüche
- C. Bewertungsfragen
 - I. Bewertungsziel
 - 1. Deutschland
 - 2. Japan
 - II. Bewertungsmethoden
 - 1. Deutschland
 - 2. Japan
 - III. Bewertung börsennotierter Aktiengesellschaften
 - 1. Deutschland
 - 2. Japan
 - IV. Bewertung geschlossener Aktiengesellschaften
 - 1. Deutschland
 - 2. Japan
 - V. Verbundvorteile
 - 1. Deutschland
 - 2. Japan
 - VI. Bewertungsabschlüsse
 - 1. Deutschland
 - 2. Japan

* Professor an der juristischen Fakultät der Städtischen Universität Osaka.

** Direktor am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg.

*** Wissenschaftlicher Referent und Leiter des Japan Referates am Max-Planck-Institut.

- V. Bewertungszuschläge
 - 1. Deutschland
 - 2. Japan
- D. Verfahrensrechtliche Rahmenbedingungen
 - I. Deutschland
 - 1. Allgemeines
 - 2. Verhältnis von Gericht und Sachverständigem
 - 3. Instanzenzug
 - 4. Häufigkeit und Dauer der Verfahren
 - II. Japan
 - 1. Allgemeines
 - 2. Verfahrensvoraussetzungen
 - 3. Verhältnis von Gutachter und Gericht
 - 4. Instanzenzug
 - 5. Dauer und Kosten des Verfahrens
- E. Vergleichende Gegenüberstellung
 - I. Grundlegende Gemeinsamkeiten
 - II. Verbleibende Unterschiede
 - III. Nationale Besonderheiten

A. BEWERTUNGSRECHTSVERGLEICHUNG ALS FORSCHUNGSGEGENSTAND DES INTERNATIONALEN UNTERNEHMENSRECHTS

Fragen der Unternehmensbewertung sind von großer rechtspraktischer Bedeutung für viele gesellschaftsrechtliche Sachverhalte, und doch gelten sie schon im nationalen Rahmen als randständige Materie. Sie werden in den juristischen Lehrbüchern häufig nur gestreift¹ und bereitwillig den Bewertungspraktikern überlassen: *Judex non calculat!*² Als eigenständiger Forschungsgegenstand des internationalen Unternehmensrechts sind sie noch weniger entdeckt; die „Könige in diesem Feld sind nationale Autoritäten“³, in Deutschland angeführt vom Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW)⁴ und wohlwollend begleitet durch die obergerichtliche Spruchpraxis⁵. Diese selbstzentrierte Sichtweise

-
- 1 Für eine rühmliche Ausnahme B. GROSSFELD, *Recht der Unternehmensbewertung* (7. Aufl. Köln 2012); umfassend demnächst H. FLEISCHER/R. HÜTTEMANN (Hrsg.), *Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung* (Köln 2014).
 - 2 Dazu C. LUTTERMANN, *Juristische Anforderungen an eine ordnungsgemäße Unternehmensbewertung und an ein Bewertungsgutachten*, in: K. Petersen/C. Zwirner/G. Brösel (Hrsg.), *Handbuch Unternehmensbewertung* (Köln 2013), Kap. D.8, Rn. 14: „Der Richter rechnet nicht: Dieser Spruch steht als geflügeltes Wort und Leitbild für die Abstinenz von Juristen bei der Unternehmensbewertung.“
 - 3 B. GROSSFELD, *Europäische Unternehmensbewertung*, in: NZG 2002, 353.
 - 4 Vgl. IDW, *IDW Standard: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen* (IDW S 1 i.d.F. 2008), WPg Supplement 3/2008, S. 68 ff.
 - 5 Zuletzt etwa OLG Stuttgart AG 2013, 724 Leitsatz 3: „Als anerkannt und gebräuchlich ist derzeit nicht nur, aber jedenfalls auch das anzusehen, was von dem Institut der Wirtschafts-

wird sich im Zeitalter globaler Finanzmärkte und grenzüberschreitender Unternehmenszusammenschlüsse auf Dauer nicht durchhalten lassen. Bewertungsrechtsvergleichung ist daher ein Gebot der Stunde. Sie stellt den Rechtsvergleichler allerdings vor besondere Herausforderungen, weil er neben den gesellschaftsrechtlichen Rahmenbedingungen auch die betriebswirtschaftlichen Grundlagen sowie die berufsständischen Standards im In- und Ausland berücksichtigen muss.

Die vorliegende Untersuchung unternimmt es, das Feld der normorientierten Unternehmensbewertung im deutschen und japanischen Aktienrecht zu erschließen und so einen ersten Beitrag zur „interkulturellen Unternehmensbewertung“⁶ zu leisten. Sie widmet sich zunächst den Grundlagen und Anwendungsfällen der Unternehmensbewertung in beiden Ländern (B.) und erläutert sodann, wie die Bewertung im Einzelnen erfolgt (C.). Anschließend entfaltet sie den verfahrensrechtlichen Rahmen für eine gerichtliche Überprüfung der Abfindung (D.) und endet mit einer vergleichenden Gegenüberstellung beider Bewertungsregime (E.).

B. GRUNDLAGEN UND ANWENDUNGSFÄLLE DER UNTERNEHMENSBEWERTUNG

I. DEUTSCHLAND

1. *Gesellschaftsformen und Bewertungsfragen*

Das deutsche Gesellschaftsrecht zeichnet sich im internationalen Vergleich durch eine große Anzahl von Organisationsformen aus, die in der Rechtspraxis auch tatsächlich Verwendung finden. An der Spitze steht die GmbH (1.098.222), gefolgt von der Kommanditgesellschaft (245.727), der offenen Handelsgesellschaft (25.526) und der Aktiengesellschaft (16.367).⁷ Bei der Unternehmensbewertung bietet sich ein spiegelverkehrtes Bild: Kleine und mittlere Unternehmen (KMU) gelten als „Stiefkinder der Bewertungslehre“.⁸ Die IDW-Standards zur Durchführung von Unternehmensbewertungen widmen ihnen zwar einen eigenen Abschnitt,⁹ halten sich aber mit Auslegungs- und Anwendungshinweisen merklich zurück. In der deutschsprachigen Bewertungstheorie finden sich erst neuerdings gehaltvollere Spezialuntersuchungen zu KMUs,¹⁰ deren Einsichten

prüfer (IDW) in dem Standard IDW S 1 sowie in sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaftslehre (FAUB) vertreten wird.“

6 B. GROSSFELD, *Interkulturelle Unternehmensbewertung*, in: FS Yamauchi (Berlin 2006) 123.

7 Zahlen auf dem Stand vom 1.1.2013 nach U. KORNBLUM, *Bundesweite Rechtstatsachen zum Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, in: *GmbHR* 2013, 693.

8 M. POPP, *Ausgewählte Aspekte der objektivierten Bewertung von Personengesellschaften*, in: *WPg* 2008, 935, 944.

9 Vgl. IDW (Fn. 4) Rn. 154 ff.: „Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen“.

10 Vgl. S. BEHRINGER, *Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe* (4. Aufl. Berlin 2009); S. SCHÜTTE-BIASTOCH, *Unternehmensbewertung von KMU. Eine Analyse unter be-*

der Fachausschuss des IDW für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft in einem Fragen- und Antwortenkatalog vom Dezember 2011 zum Teil aufgegriffen hat.¹¹ Gesellschaftsrechtliches Fallmaterial zur Bewertung von GmbHs und Personengesellschaften liegt zwar vor,¹² bleibt aber deutlich hinter jenem für Aktiengesellschaften zurück. Das Hauptinteresse der rechtsgeprägten Unternehmensbewertung gilt hierzulande seit jeher der großen, börsennotierten Aktiengesellschaft.¹³ Auf sie ist auch der einschlägige IDW-Standard S 1 2008 zugeschnitten.

2. Bewertungsanlässe im Aktienrecht

Anlässe für eine Unternehmensbewertung finden sich über die gesamte Lebensspanne einer Aktiengesellschaft: von ihrer Gründung über Finanzierungs- und Strukturmaßnahmen während des gesellschaftlichen Lebens bis hin zur Überschuldungsprüfung in Insolvenznähe. Hier werden nur die wichtigsten hervorgehoben, für die sich auch Entsprechungen im japanischen Aktienrecht finden.

a) Strukturmaßnahmen

In Deutschland sind aktienrechtliche Abfindungsansprüche zuallererst ein Kind des Aktienkonzernrechts von 1965: Sie finden sich beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (§ 305 AktG) sowie bei der Eingliederung (§ 320b AktG), und zwar sowohl für börsennotierte als auch für kapitalmarktferne Aktiengesellschaften.¹⁴ Außerdem begegnen sie bei verschiedenen umwandlungsrechtlichen Maßnahmen: der

sonderer Berücksichtigung dominierter Bewertungsanlässe (Wiesbaden 2011); R. SCHULZ, Größenabhängige Risikoanpassungen in der Unternehmensbewertung (Düsseldorf 2009); ferner der Sammelband von J. BAETGE/H.-J. KIRSCH (Hrsg.), Besonderheiten der Bewertung von Unternehmensteilen sowie von kleinen und mittleren Unternehmen (Düsseldorf 2006).

- 11 Vgl. FACHAUSSCHUSS IDW, Fragen und Antworten zur praktischen Anwendung des IDW Standards: Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1 i.d.F. 2008); in: Fachnachrichten-IDW 2012, 323.
- 12 Eingehend dazu H. FLEISCHER, Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesellschaften – Minderheitsabschlag, Fungibilitätsabschlag, Abschlag für Schlüsselpersonen, in: ZIP 2012, 1633 m.w.N.
- 13 Vgl. FLEISCHER (Fn. 12) 1634; gleichsinnig aus betriebswirtschaftlicher Sicht SCHULZ (Fn. 10) 1: „Die Bewertung von Unternehmen zählt zu den ‚Dauerbrennern der Betriebswirtschaftslehre‘. Dabei dominiert allerdings regelmäßig das Bewertungsobjekt einer großen Aktiengesellschaft als Forschungsgegenstand.“; aus juristischer Sicht J. ADOLFF, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft (München 2007) 6: „Die Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft ist derzeit der wohl am heftigsten umstrittene Ausschnitt der rechtlichen Bewertungslehre.“
- 14 Vgl. L. KLÖHN, Das System der aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche (Tübingen 2009) 5: „Mit Ausnahme von § 39a WpÜG (s. § 1 I WpÜG) und § 29 I 1, 1. Hs., 2. Fall UmwG gelten auch die aktien- und umwandlungsrechtlichen Abfindungsansprüche für beide Erscheinungsformen der AG.“

Verschmelzung (§§ 29 I, 36 UmwG), Spaltung (§ 125 UmwG), Vermögensübertragung (§ 174 I UmwG) und dem Formwechsel (§ 207 UmwG). Weitere Anwendungsfälle betreffen den gesellschafts- (§ 327a I AktG), verschmelzungs- (§ 62 V UmwG) und übernahmerechtlichen *Squeeze-out* (§ 39a I WpÜG). Darüber hinaus werden in Rechtsprechung und Rechtslehre für verschiedene Fallgestaltungen noch ungeschriebene Abfindungsansprüche diskutiert.¹⁵ Für den praktisch wichtigen Fall des Delisting hat der BGH allerdings gerade in Abkehr von seiner bisherigen Rechtsprechung einen Abfindungsanspruch abgelehnt.¹⁶

b) *Sacheinlagen und Sachkapitalerhöhungen*

Einen weiteren Anwendungsfall für Unternehmensbewertungen im Aktienrecht bilden Sacheinlagen bei der Gründung oder Kapitalerhöhung (§§ 27, 183 AktG).¹⁷ Der sachverständige Prüfer muss deren Werthaltigkeit zum Bewertungsstichtag ermitteln (§§ 34 I Nr. 2, 183 III AktG). Ist das Bezugsrecht der Aktionäre bei einer Barkapitalerhöhung ganz oder zum Teil ausgeschlossen, so können diese eine Anfechtung des Kapitalerhebungsbeschlusses gemäß § 255 II AktG auch darauf stützen, dass der Ausgabebetrag unangemessen niedrig ist. Die Vorschrift ist auf Kapitalerhöhungen mit Sacheinlage entsprechend anzuwenden, weil hier die vom Bezugsrecht ausgeschlossenen Aktionäre in gleicher Weise wie bei einer Bareinlage gegen eine Verwässerung ihrer Beteiligungen geschützt sein müssen.¹⁸ Dabei tritt an die Stelle des Ausgabebetrages der Wert der Sacheinlage; ist dieser im Verhältnis der dafür auszugebenden neuen Aktien unangemessen niedrig, so ist der Anfechtungsstatbestand des § 255 II AktG erfüllt. Eine frühe *cause célèbre* zur aktienrechtlichen Angemessenheitsprüfung bildete das *Kali-und-Salz-Urteil* aus dem Jahre 1978. Dort hatte der BGH ausgeführt, dass sich die Angemessenheit der Gegenleistung im Rahmen des § 255 II AktG ebenso wie bei § 305 AktG grundsätzlich nicht nach Börsenkursen, sondern nach dem „wirklichen“ Wert unter Einschluss stiller Reserven und des inneren Geschäftswerts richte.¹⁹ Er fügte hinzu, dass es sich hierbei *nicht* um eine Rechtsfrage handle.²⁰ Vielmehr unterliege es dem pflichtgemäßen Urteil

15 Vgl. V. EMMERICH/M. HABERSACK, Aktien- und GmbH-Konzernrecht (7. Aufl. München 2013) § 305 Rn. 9 f.; umfassend KLÖHN (Fn. 14) 290 ff.

16 Vgl. BGH ZIP 2013, 2254 – Frosta, unter ausdrücklicher Aufgabe von BGHZ 153, 47, 53 ff. – Macroton.

17 Näher G. DE LA PAIX/A. REINHOLDT, Sacheinlagen und Sachübernahmen bei Gründung oder Kapitalerhöhung, in: Petersen/Zwirner/Brösel (Hrsg.), Handbuch Unternehmensbewertung 2013, Kap. D.7, Rn. 1 ff.

18 Vgl. BGHZ 71, 40 Leitsatz 3.

19 So BGH NJW 1978, 1316, 1318 (insoweit nicht in BGHZ 71, 40 abgedruckt).

20 BGH NJW 1978, 1316, 1319 (insoweit nicht in BGHZ 71, 40 abgedruckt); kritisch dazu schon damals M. LUTTER, Materielle und förmliche Erfordernisse eines Bezugsrechtsausschlusses, in: ZGR 1979, 401, 416 f.: „Diese Überlegungen können mich nicht recht befriedigen. Sicher ist es zutreffend, dass auch der Richter auf die von der Betriebswirtschaftslehre entwickelten Bewertungsmethoden angewiesen ist und auf sie zurückgrei-

der mit der Bewertung befassten Fachleute, unter den in der Betriebswirtschaftslehre und der betriebswirtschaftlichen Praxis vertretenen Verfahren das im Einzelfall geeignet erscheinende auszuwählen. Das von ihnen gefundene Ergebnis habe der Tatrichter dann frei zu würdigen.²¹ Die Formel vom „wirklichen“ Wert hat bis heute Bestand;²² dagegen sind die Ausklammerung des Börsenkurses und die Verneinung einer Rechtsfrage bei normorientierten Unternehmensbewertungen im Zuge der weiteren Entwicklung korrigiert worden.²³

c) *Kein Austritts- und Abfindungsrecht bei verweigerter Zustimmung zur Anteilsübertragung*

Im Gegensatz zum japanischen Recht kennt das deutsche Aktienrecht kein eigenständiges Austrittsrecht des Aktionärs bei verweigerter Zustimmung zur Anteilsübertragung und keine korrespondierende Aufkaufverpflichtung der Gesellschaft, die Anlass zu Bewertungsfragen gäbe.²⁴ Denkbar, aber nicht gesichert ist in solchen Fällen allenfalls ein Austritt aus wichtigem Grund.²⁵ Dagegen findet sich in der Schweiz eine gesetzliche *escape clause* für bestimmte Fälle in Art. 685b Abs. 4 des Obligationenrechts.²⁶

3. *Entwicklungslinien aktienrechtlicher Abfindungsansprüche*

In der Rechtspraxis spielt die gerichtliche Überprüfung aktienrechtlicher Abfindungsansprüche im sog. Spruchverfahren²⁷ eine enorme Rolle.²⁸ Dabei geht es sehr häufig um Strukturmaßnahmen börsennotierter Gesellschaften mit Streubesitz. Eine gerade er-

fen muß. Viel weniger überzeugend aber ist die Annahme, die Auswahl unter den im Einzelfall geeigneten Methoden sei keine rechtliche, sondern eine betriebswirtschaftliche Entscheidung. [...] Diese zweckgerichtete Auswahl unter den Bewertungsmethoden aber ist eine Rechtsfrage. Die Betriebswirtschaftslehre kann nur Hilfen bei der technischen Durchführung der Wertschätzung geben; an welchen zweckbestimmten Grundsätzen die Schätzung auszurichten ist, hat hingegen die Rechtswissenschaft zu klären.“

21 BGH NJW 1978, 1316, 1319 (insoweit nicht in BGHZ 71, 40 abgedruckt).

22 Vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3021: „Dabei hat die Entschädigung den ‚wirklichen‘ oder ‚wahren‘ Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln.“

23 Dazu unten C.III.1.

24 Näher dazu H. SCHINDLER, *Das Austrittsrecht in Kapitalgesellschaften* (München 1999) 355 ff.

25 Vgl. H. WIEDEMANN, *Gesellschaftsrecht*, Band I (München 1980) § 7 IV 2 b, S. 401 f.

26 Wörtlich heißt es dort: „Sind die Aktien durch Erbgang, Erbteilung, eheliches Güterrecht oder Zwangsvollstreckung erworben worden, so kann die Gesellschaft das Gesuch um Zustimmung [zur Übertragung] nur ablehnen, wenn sie dem Erwerber die Übernahme der Aktien zum wirklichen Wert anbietet.“ Dazu und zu den einschlägigen Bewertungsfragen M. OERTLE/S. DU PASQUIER, in: *Basler Kommentar zum Obligationenrecht* (4. Aufl. Basel 2012) Art. 685b Rn. 9 ff.

27 Näher dazu unten D.I.

28 Vgl. B. RIEGGER/T. GAYK, in: *Kölner Komm. AktG* (3. Aufl. Köln 2013) Einl. SpruchG Rn. 62.

schienene Monographie hat zwischen September 1965 und Dezember 2010 insgesamt 594 Spruchverfahren gezählt.²⁹ Nach einer anderen Erhebung sind zwischen Anfang 1992 und Ende 2011 insgesamt 383 Spruchverfahren beendet worden, von denen 156 aktienrechtliche *Squeeze-outs*, 105 Beherrschungs- oder Gewinnabführungsverträge, 63 Verschmelzungen, 28 Eingliederungen und 24 Formwechsel betrafen.³⁰

Hinsichtlich der Bewertungsmethoden hat sich die Rechtsprechung stets an den Erkenntnissen der Betriebswirtschaft orientiert,³¹ hinkte ihnen aber lange Zeit hinterher.³² Bis Mitte der siebziger Jahre griff sie überwiegend auf eine Verbindung von Substanz- und Ertragswert zurück, wie sie im zitierten *Kali-und-Salz-Urteil* noch gebilligt wurde.³³ Sodann setzte sich allmählich die zuerst von der Bewertungstheorie entwickelte und später von der Bewertungspraxis übernommene Ertragswertmethode durch,³⁴ die bis heute dominiert.³⁵ Börsenkurse wurden im Gefolge einer BGH-Entscheidung aus dem Jahre 1967³⁶ in der zivilrechtlichen Judikatur bis zur Jahrhundertwende als ungeeignet

29 Vgl. P. LOOSEN, Reformbedarf im Spruchverfahren (Frankfurt a. M. 2013) 27 ff.; weiteres Tatsachenmaterial bei D. LORENZ, Das Spruchverfahren – dickes Ende oder nur viel Lärm um nichts?, in: AG 2012, 284.

30 Vgl. K. HENSELMANN/M. MUNKERT/N. WINKLER/C. SCHRENKER, 20 Jahre Spruchverfahren – Empirische Ergebnisse zu Anlässen und Formen der Abfindung, in: WPg 2013, 1093, 1094 f.

31 Vgl. etwa die Zwischenüberschrift bei D. PILTZ, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung (3. Aufl. Düsseldorf 1994) 3: „Die Rechtsprechung als Spiegel der Betriebswirtschaft“; pointiert W. MÜLLER, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, in: FS Bezenberger (Berlin 2000) 705: „Woran haben die Juristen in den letzten 40 bis 50 Jahren nicht alles geglaubt: An das Substanzwertverfahren, an das Mittelwertverfahren (oder gewichtete Verfahren jeder Couleur), an das sog. UEC-Verfahren, an das reine und seligmachende Ertragswertverfahren, an das *Discounted Cash Flow*-Verfahren (DCF-Verfahren), an das *Market Value-Added*-Verfahren und wie sie alle heißen mögen und schließlich auch an steuerliche Verfahren, wie z. B. an das ‚Stuttgarter Verfahren‘.“

32 Dazu etwa W. MEILICKE, Rechtsgrundsätze zur Unternehmensbewertung, in: DB 1980, 2121, 2123.

33 Vgl. BGH NJW 1978, 1316, 1318, 1319 (insoweit nicht in BGHZ 71, 40 abgedruckt).

34 Dazu PILTZ (Fn. 31) 4: „Zwar ist die Übernahme der Erkenntnisse der theoretischen Betriebswirtschaft nur sehr zögernd erfolgt. Das lag zum einen daran, daß auch die betriebswirtschaftliche Praxis diese Erkenntnisse nur sehr zögernd übernommen hat und den Gerichten ganz überwiegend die Bewertungsgutachten betriebswirtschaftlicher Praktiker vorliegen und die Gerichte wohl einen unmittelbaren ‚Durchgriff‘ auf die Lehre scheuten.“

35 Vgl. GROSSFELD (Fn. 1) Rn. 1078: „Die Gerichte nutzen bisher ganz überwiegend das Ertragswertverfahren.“; ferner H. FLEISCHER/S. SCHNEIDER, Der Liquidationswert als Untergrenze der Unternehmensbewertung bei gesellschaftsrechtlichen Abfindungsansprüchen, in: DSfR 2013, 1736: „Wo immer es um rechtsgeleitete Fragen der Unternehmensbewertung geht, dominiert in Deutschland das Ertragswertverfahren.“

36 Vgl. BGH NJW 1967, 1464.

angesehen, ehe das BVerfG mit seinem *DAT/Altana*-Beschluss von 1999³⁷ einen Kurswechsel erzwang.³⁸

4. Funktionen aktienrechtlicher Abfindungsansprüche

In Deutschland hat sich vor allem zu Funktion und Dogmatik der aktienkonzernrechtlichen Abfindungsansprüche eine umfassende Diskussion entwickelt.³⁹ Als Legitimationgrundlage für die Basisvorschrift des § 305 AktG diente dem Reformgesetzgeber von 1965 eine doppelte Erwägung: Außenstehende Aktionäre sollten angesichts der Beeinträchtigung ihrer Mitverwaltungsrechte im Vertragskonzern eine Möglichkeit zur Deinvestition erhalten, auch weil ihnen die Zahlung eines bloßen Ausgleichs nach § 304 AktG häufig keine angemessene Entschädigung biete.⁴⁰ In bildhafter Umschreibung wird der Abfindungsanspruch beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gelegentlich als „Kaufpreis für die Rechtsmacht“⁴¹ eingeordnet. Unter Rückgriff auf die US-amerikanische-Doktrin sieht eine verbreitete Lehre den Zweck der Abfindungsvorschriften darin, ein an sich gebotenes, in der Aktiengesellschaft aber nicht durchführbares Einstimmigkeitsprinzip⁴² bzw. Individualzustimmungsrecht⁴³ zu ersetzen. Neuerdings wird der Abfindungsanspruch auch als privatrechtlicher Aufopferungsanspruch gedeutet.⁴⁴

II. JAPAN

1. Gesellschaftsformen und Bewertungsfragen

In Japan wird allgemein zwischen Aktiengesellschaften (*kabushiki kaisha*, nachfolgend auch *KK*) und Anteilsgesellschaften (*mochibun kaisha*) differenziert. Zu letzteren zählen die OHG (*gōmei kaisha*), die KG (*gōshi kaisha*) und ein im Jahr 2005 eingeführter hybrider Gesellschaftstyp in Form einer Limited Liability Company (*gōdō kaisha*, LLC).⁴⁵

37 Vgl. BVerfGE 100, 289.

38 Näher dazu unter C.I.

39 Monographisch KLÖHN (Fn. 14).

40 So Begr. RegE bei B. KROPFF, AktG (Düsseldorf 1965) 397; aus der Rechtsprechung BGHZ 135, 374, 379 – Guano; 138, 136, 139 – ABB II.

41 P. HOMMELHOFF, Der Beitritt zum Beherrschungsvertrag und seine Auswirkungen auf die Sicherung außenstehender Aktionäre, in: FS Claussen (Köln 1997) 129, 127; s. auch BGHZ 167, 299, 306 – Jenoptik, wo von einer „Gegenleistung“ die Rede ist.

42 Vgl. etwa H. WIEDEMANN, Das Abfindungsrecht – ein gesellschaftsrechtlicher Interessenausgleich, in: ZGR 1978, 477, 478 m.w.N.

43 Vgl. etwa H. FLEISCHER, Die Barabfindung außenstehender Aktionäre nach den §§ 305, 320b AktG: Stand-alone-Prinzip oder Verbundberücksichtigungsprinzip, in: ZGR 1997, 368, 390 m.w.N.

44 Näher KLÖHN (Fn. 14) 157 ff.

45 Siehe dazu H. KANSAKU/M. BÄLZ, § 3 Gesellschaftsrecht, in: Baum/Bälz (Hrsg.), Handbuch Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht (Köln 2011) Rn. 138 ff.

Hinzu kommen noch die Gesellschaft bürgerlichen Rechts (*minpō-jō no kumi'ai*) und die auf sondergesetzlicher Grundlage geregelte Limited Liability Partnership (*yūgen sekinin jigyō kumiai*, LLP). Die Rechtsform der GmbH wurde mit der Gesellschaftsrechtsreform von 2005/2006 abgeschafft; bestehende GmbHs werden im wesentlichen als eine spezielle Form der Aktiengesellschaft behandelt (sog. *tokurei yūgen kaisha*), deren Aktien vinkuliert sind. Seit 2006 sind keine Neugründungen von GmbHs mehr möglich.⁴⁶

In der Praxis der Unternehmensbewertung gibt es so gut wie keine Rechtsprechung zu den Anteilsgesellschaften, deren Anzahl vergleichsweise klein ist; eine gewisse Ausnahme besteht lediglich bezüglich erbschaftsteuerlicher Auseinandersetzungen mit dem japanischen Fiskus. Auch für die BGB-Gesellschaft und die LLP gibt es fast keine einschlägige Rechtsprechung.⁴⁷ Die nachfolgenden Ausführungen beschränken sich daher auf die Aktiengesellschaft, die auch im Mittelpunkt der wissenschaftlichen Diskussion zu Bewertungsfragen steht.

Im Jahr 2011 waren in Japan insgesamt 2.474.130 Aktiengesellschaften geschäftlich aktiv.⁴⁸ Sie stellen damit die dominierende Gesellschaftsform dar. Innerhalb der *KK* wird zwischen Publikumsgesellschaften und geschlossenen Gesellschaften differenziert. Eine Publikumsgesellschaft kann, muss aber nicht börsennotiert sein; eine teilweise Vinkulierung ist möglich. Bei den als geschlossenen bezeichneten *KK* sind hingegen alle Aktien vinkuliert.⁴⁹ Die frühere Rechtsprechung zu Bewertungsfragen bezog sich, von wenigen Ausnahmen abgesehen, ganz überwiegend auf geschlossene *KK*; im Mittelpunkt der neueren Spruchpraxis steht hingegen die börsennotierte *KK*. Gegenstand der jüngsten Leitentscheidung des Obersten Gerichtshofes (nachfolgend OGH) aus dem Jahr 2011, die in Japan mit großer Aufmerksamkeit verfolgt wurde und der bereits weitere höchstgerichtliche Entscheidungen gefolgt sind, sind denn auch Bewertungsfragen bei der Spaltung einer börsennotierten *KK* (*Rakuten vs. TBS*).⁵⁰

46 Zur Reform M. DERNAUER, Die japanische Gesellschaftsrechtsreform 2005/2006, in: ZJapanR/J.Japan.L. 20 (2005) 123 ff.

47 Insgesamt ist die Prozessdichte in Japan wesentlich geringer als in Deutschland, vgl. H. BAUM/M. BÄLZ, Of Traditional Values and Modernity: A New Japanese Litigiousness?, in: Hansen/Schüssler-Langeheine (Hrsg.), Patent Practice in Japan and Europe – Liber Amicorum for Guntram Rahn, (Alphen aan den Rijn 2011) 3 ff.

48 KOKUZEI-CHÖKANBŌ KIKAKUKA [Planungsabteilung des Sekretariats der Nationalen Steuerbehörde], *Heisei 23-nendo kaisha hyōhon chōsa: chōsa kekka hōkoku „zeimu tōkei kara mita hōjin kigyō no jittai“* [Gesellschaftstypen des Jahres 2011: Bericht über das Ergebnis der Untersuchung „Die Praxis der körperschaftlich organisierten Unternehmen aus Sicht der Steuerstatistik“], (März 2013) 158. Sog. „schlafende“, d. h. lediglich registrierte *KK* wie auch überschuldete *KK* sind nicht erfasst; die Gesamtzahl der Aktiengesellschaften in Japan liegt mithin noch höher.

49 Zu den vielfältigen Organisationsmöglichkeiten japanischer Aktiengesellschaften E. TAKAHASHI/M. SHIMIZU, The Future of Japanese Corporate Governance: The 2005 Reform, in: ZJapanR/J.Japan.L. 19 (2005) 35, 43.

50 OGH v. 19. April 2011, in: Minshū Bd. 65 (2011) 1311; zur Entscheidung unten C.III.2.b.bb.

2. *Bewertungsanlässe im Aktienrecht*

Die verschiedenen Fallgestaltungen, die eine Unternehmensbewertung bei Aktiengesellschaften erforderlich machen, sind sämtlich im Gesellschaftsgesetz von 2005 (nachfolgend GesG)⁵¹ geregelt. Mit dem 2006 in Kraft getretenen Gesetz sind die gesellschaftsrechtlichen Regelungen aus dem Handelsgesetz (nachfolgend HG)⁵² herausgenommen und in teilweise erweiterter und überarbeiteter Fassung im GesG zusammengeführt worden.⁵³ Sie regeln sowohl die Frage, ob eine Bewertung erforderlich ist, als auch die Frage, welches das jeweilige Bewertungsziel ist. Die praktisch wichtigsten Einzelfälle betreffen Strukturmaßnahmen, die Übernahme vinkulierter Aktien durch die Gesellschaft und die Platzierung junger Aktien im Rahmen des *authorized capital*. Anders als in Deutschland gibt es in Japan bislang kein Aktienkonzernrecht mit entsprechenden Abfindungsansprüchen.⁵⁴

a) *Strukturmaßnahmen*

Für die im Umwandlungsrecht geregelten Strukturmaßnahmen sind folgende Fallgestaltungen zu nennen, in denen widersprechende Aktionäre ihr Abfindungsrecht, genauer: ihr Recht auf Rückkauf der Aktien durch die Gesellschaft gegen Zahlung eines angemessenen („fairen“) Preises, verlangen können (englisch: *appraisal right*, japanisch: *kabushiki kaitori seikyū-ken*): fusionierende Verschmelzung (Art. 749 ff. GesG), Verschmelzung durch Neugründung (Artt. 753 ff. GesG), Verschmelzung im vereinfachten Verfahren (entspricht in etwa dem *short form merger* in den USA, Art. 784 GesG⁵⁵), absorbierende Spaltung (Artt. 757 ff. GesG), Spaltung zur Neugründung (Artt. 762 ff. GesG), Aktientausch (Artt. 767 ff. GesG) und Übertragung von Aktien (Artt. 772 ff. GesG). Die den Rückkaufpreis regelnden Vorschriften sind Art. 785 I GesG (für fusionierende Verschmelzung, absorbierende Spaltung und Aktientausch), Art. 806 I GesG (für Verschmelzung und Spaltung durch Neugründung) und Art. 797 I GesG (für vereinfachte Verschmelzung und Übertragung von Aktien), die sämtlich auf einen „fairen Preis“ abstellen.⁵⁶

51 *Kaisha-hō*, Gesetz Nr. 86/2005 i.d.F. des Gesetzes Nr. 74/2011; engl. Übers. bei EHS Law Bulletin Series Vol. II, JAB, Nr. 2202 (Stand 2011).

52 *Shōhō*, Gesetz Nr. 48/1899 i.d.F. des Gesetzes Nr. 57/2008; dt. Übers. auf dem Stand 2002, d. h. unter Einschluss der gesellschaftsrechtlichen Vorschriften bei O. KLIESOW/U.S. EISELE/M. BÄLZ (Hrsg.), *Das japanische Handelsgesetz* (Köln u.a. 2002).

53 Zur Reform DERNAUER (Fn. 46).

54 Zu entsprechenden Reformüberlegungen E. TAKAHASHI/K. SHINTSU, Einführung eines Konzernrechts in Japan: Der Zwischenentwurf und die ergänzenden Erläuterungen, in: *ZJapanR/J.Japan.L.* 33 (2012) 13 ff.

55 Hier ist allerdings kein Widerspruch der Aktionäre erforderlich, da die Durchführung der Maßnahme keinen Beschluss der Hauptversammlung voraussetzt; gleichwohl steht den damit nicht einverstandenem Aktionären das Recht zu, der Gesellschaft ihre Aktien anzudienen.

56 Zu dem Begriff unten C.I.2.b.

b) *Platzierung junger Aktien*

Eine weitere praxisrelevante Fallgestaltung ist die Platzierung junger Aktien im Rahmen des genehmigten Kapitals bei Dritten (Artt. 199 ff. GesG). Mit der Handelsrechtsreform von 1950⁵⁷ wurde das Institut des genehmigten Kapitals (englisch: *authorized capital*, japanisch: *juken shihon*) nach US-amerikanischen Vorbild in das Handelsgesetz aufgenommen (Art. 166 I Nr. 3 HG a.F.). Auf diese Weise konnte der Verwaltungsrat einer KK das Grundkapital ohne Zustimmung der Hauptversammlung und ohne Satzungsänderung durch Ausgabe neuer Aktien bis zu viermal erhöhen (Art. 280-2 HG a.F.). Zum Schutz der Altaktionäre schrieb Art. 280-10 HG a.F. vor, dass der Preis der jungen Aktien angemessen zu sein hatte. Zudem räumte er den Altaktionären das Recht ein, eine Ausgabe neuer Aktien, die gegen Gesetz, Verordnung oder Satzung verstößt oder auf grob unbillige Weise, insbesondere zu einem auffällig unangemessenem Preis erfolgt, gerichtlich untersagen zu lassen, wenn ihnen dadurch ein Nachteil drohte. Die inhaltsgleiche heutige Regelung findet sich in Art. 210 GesG. Um feststellen zu können, ob der Ausgabewert angemessen ist, müssen die Gerichte eine Bewertung vornehmen. Anders als im deutschen Recht, wo Bezugsrechte auf junge Aktien grundsätzlich gesetzlich festgeschrieben sind (§ 186 AktG), können in Japan neue Aktien ohne Weiteres auch ohne Bezugsrechte ausgegeben werden.

c) *Geschäftsübertragung, vinkulierte Aktien und Gattungsaktien*

Ferner kann ein widersprechender Aktionär bei einer Übertragung des Geschäfts (Artt. 467 ff. GesG) eine Übernahme seiner Aktien zu einem „fairen Preis“ verlangen (Art. 469 I GesG). Einigen sich Gesellschaft und Aktionär bei einer versagten Zustimmung zur Übertragung vinkulierter Aktien (Artt. 136 ff. GesG⁵⁸) nicht auf einen Rückkaufpreis, hat das Gericht diesen unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalles zu bestimmen (Art. 144 II, III GesG); eine Zielvorgabe nennt das Gesetz hier nicht.

Bei einem Erwerb von Gattungsaktien mit Gesamterwerbsklausel [englisch: *class shares subject to a class-wide-call*, japanisch: *zenbu shutoku jōkō tsuki shurui kabushiki*] (Artt. 171 ff. GesG) kann der zur Rückgabe der Aktien verpflichtete Aktionär gemäß Art. 172 I GesG eine gerichtliche Bestimmung des Rückkaufpreises verlangen; Angaben zur Bestimmung dieses Preises fehlen im Gesetz.⁵⁹ Nach einer in der Literatur vertretenen Auffassung können Minderheitsaktionäre der betreffenden Gattung gemäß Art. 116 I Nr. 3 i.V.m. Art. 33 II GesG im Falle einer drohenden Benachteiligung ihrer

57 Siehe nachfolgend B II 3 a bb.

58 Vinkulierte Aktien bilden in Japan seit 2001/2002 eine spezielle *gesetzliche* Aktiengattung.

59 Zur Preisbestimmung durch den OGH in einem solchen Fall unten Fn. 224.

Interessen von der Gesellschaft einen Rückkauf ihrer Aktien verlangen, wenn die Satzung *keine* Versammlung der Gattungsaktionäre vorsieht.⁶⁰

d) *Reformdiskussion*

In der aktuellen Diskussion der Jahre 2012/2013 über eine erneute Reform des Gesellschaftsrechts wird die Einführung eines bislang im japanischen Recht nicht bekannten, allgemeinen gesellschaftsrechtlichen *Squeeze-out* vorgeschlagen,⁶¹ der ebenfalls die Feststellung eines angemessenen Preises mit einer entsprechenden Bewertung erforderlich machen würde.⁶² Schon bisher besteht allerdings die Möglichkeit, Minderheitsaktionäre unter bestimmten Umständen umwandlungsrechtlich bei der Verschmelzung im vereinfachten Verfahren (Art. 784 GesG) oder bei den erwähnten Gattungsaktien mit Gesamterwerbsklausel (Artt. 171 ff. GesG) aus der Gesellschaft auszuschließen, was in der Literatur zum Teil als *Squeeze-out* bezeichnet wird.⁶³ Der umgekehrte Fall eines Rechts zum *Squeeze-out*, ein *Sell-out*-Recht, also ein allgemeines Verkaufs- bzw. Andienungsrecht für Aktionäre, die strukturändernden Maßnahmen widersprechen, wird zwar gefordert, ist aber bislang ebenfalls weder im japanischen Gesellschafts- noch im Übernahmerecht eingeführt worden.⁶⁴

3. *Entwicklungslinien aktienrechtlicher Abfindungsansprüche*

a) *Legislative Entwicklung*

aa) *Ursprünge*

Bei der grundlegenden Modernisierung des japanischen Rechts in den letzten drei Jahrzehnten des 19. Jahrhunderts, den sog. *Meiji*-Reformen, spielten zunächst das französische und später zunehmend das deutsche Recht in vielen Bereichen eine prägende Rolle, auch wenn die einzelnen Kodifikationen stets das Ergebnis intensiver rechtsvergleichender Vorarbeiten waren. Der deutsche Einfluss ist auch in der ursprünglichen Fassung des Handelsgesetzes aus dem Jahr 1899 sichtbar, in dem bis zum Jahr 2005 unter anderem das Recht der Aktiengesellschaft geregelt war.⁶⁵ Eine umfassende Reform des

60 K. SHIBATA, *Kaisha-hō shōkai* [Ausführliche Erläuterungen zum Gesellschaftsgesetz] (Tokyo 2009) 73; M. KONDŌ, *Saishin kabushiki kaisha-hō* [Das neueste Aktienrecht] (6. Aufl. Tokyo 2011) 72 f.

61 Auch ein übernahmerechtlicher *Squeeze-out* ist in Japan bislang nicht bekannt.

62 Zur Reform G. GOTO, *The Outline for the Companies Act Reform in Japan and Its Implications*, in: *ZJapanR/J.Japan.L.* 35 (2013) 13, 28 ff.

63 Dazu M. SAITO, *Squeeze-out and Appraisal Rights in Japan*, in: Grundmann et al. (Hrsg.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung. Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010* (Berlin 2010) Bd. 2, 3305, 3309 ff.

64 Vgl. SAITO (Fn. 63) 3315.

65 Zur Entwicklung des Handels- und Gesellschaftsrechts in der *Meiji*-Zeit ausführlich H. BAUM/E. TAKAHASHI, *Commercial Law and Corporate Law in Japan: Legal and Economic Developments After 1868*, in: Röhl (Hrsg.), *A History of Law in Japan Since 1868* (Lei-

Rechts der Aktiengesellschaft im Jahr 1938, bei der es unter anderem um eine Verbesserung des Schutzes der Minderheitsaktionäre ging, stand ebenfalls noch unter dem Einfluss des deutschen Rechts, in diesem Fall des Aktiengesetzes von 1937.

bb) Reformen von 1950 und 1966

Dies änderte sich mit der von der Alliierten Besatzungsmacht eingeleiteten umfassenden Novellierung der gesellschaftsrechtlichen Vorschriften des HG im Jahr 1950. Diese orientierte sich am US-amerikanischen Recht, nämlich dem *U.S. Uniform Stock Transfer Act* von 1909 und dem *Illinois Business Corporation Act* von 1933.⁶⁶ Seither übt die Rechtsentwicklung in den Vereinigten Staaten einen starken Einfluss auf das japanische Gesellschaftsrecht aus.⁶⁷ Mit der Reform von 1950 wurde unter anderem das bereits erwähnte Institut des genehmigten Kapitals eingeführt. Zugleich wurde als Teil eines verstärkten Minderheitenschutzes ein *appraisal right* (*kaitori seikyū-ken*) nach US-amerikanischem Vorbild in das Gesetz aufgenommen. Dessen Einführung war seinerzeit in der japanischen Wissenschaft höchst umstritten.⁶⁸ Es wurde insbesondere als unvereinbar mit dem Mehrheitsprinzip und dem auch im japanischen Aktienrecht verankerten Kapitalerhaltungsgrundsatz angesehen.⁶⁹ Die in den USA bekannte *market-out exception*, wonach das *appraisal right* Aktionären von börsennotierten oder Gesellschaften mit mehr als 2.000 Aktionären nicht offen steht,⁷⁰ wurde nicht mit übernommen.⁷¹ Das *appraisal right* war zunächst auf Verschmelzungen beschränkt und seine Ausübung war ursprünglich von einem qualifizierten Mehrheitsbeschluss abhängig.⁷² Erst allmählich

den 2005) 330 ff.; kürzer und die Entwicklung bis zum Beginn des 21. Jhdt. nachzeichnend H. BAUM, Entstehung, Strukturen und Bedeutung des Handelsgesetzes, in: Kliesow/Eisele/Bälz (Fn. 52) 1 ff.; ferner E. TAKAHASHI, Rezeption des Aktienrechts in Japan, in: Senn/Solvja (Hrsg.), Rechtsgeschichte & Interdisziplinarität. FS Schott (Frankfurt a. M. 2001) 315 ff.

66 Zur Reform von 1950 ausführlich T. BLAKEMORE/M. YAZAWA, Japanese Commercial Code Revisions, in: American Journal of Comparative Law 2 (1953) 12 ff.; J. MATSUDA, Das neue japanische Aktienrecht, *RabelsZ* 24 (1959) 127 ff.

67 Zum amerikanischen Einfluss K. EGASHIRA, The Influence of American Law in the Field of Commercial Law in the Post-World War II Era, in: *Law in Japan* 26 (2000) 50 ff.

68 Dazu M. HAYAKAWA, Appraisal Rights in Japanese Company Law – Can They Be Used as Modern Weapons for Minority Shareholders?, in: *European Business Organization Law Review* 2 (2001) 611, 613 f.

69 M. BÄLZ, Appraisal Rights in Japanese Corporate Law, in: *ZJapanR/J.Japan.L.* 13 (2002) 152, 154.

70 So § 13.02(b) des *Model Business Corporation Act* und § 262(b) des *Delaware General Corporation Law*, dazu J.D. COX/T.L. HAZEN, *The Law of Corporations* (3. Aufl. New York 2010) Band 4, § 22.25, S. 91 ff.; rechtsvergleichend H. FLEISCHER/S. SCHNEIDER/M. THATEN, Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und den Vereinigten Staaten, in: *Der Konzern* 11 (2013) 61, 62 f.

71 M. BÄLZ, Die Spaltung im japanischen Gesellschaftsrecht (Tübingen 2005) 104.

72 BÄLZ (Fn. 69) 155.

hat sich dieses Recht auf Abfindung in Form eines Rückkaufanspruchs gegen die Gesellschaft zu einem breit eingesetzten Instrument des Minderheitenschutzes entwickelt.

Eine spätere Reform betraf die Wiedereinführung vinkulierter Aktien, die in der Reform von 1950 im Zuge der „Demokratisierung“ der japanischen Wirtschaft nach 1945 zunächst verboten worden waren. Sie wurden im Jahre 1966 wieder eingeführt, weil bei der stark wachsenden Zahl kleiner Familiengesellschaften, die ganz überwiegend in Form der *KK* organisiert waren,⁷³ ein Bedürfnis bestand, den Kreis ihrer Aktionäre beschränken zu können.⁷⁴ Zugleich wurde Art. 204-4 II HG a.F. (entspricht Art. 144 III GesG) als Bewertungsnorm in das Gesetz aufgenommen, wonach das Gericht die Vermögenslage der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Geltendmachung des Anspruchs auf Rückkauf der Aktien „und alle anderen Umstände“ zu berücksichtigen hat.

cc) Reformen seit den 1990er Jahren

Die strukturelle Wirtschaftskrise der 1990er Jahre war Anlass für verschiedene, teilweise umfassende Reformen des Gesellschaftsrechts in den Jahren 1997 bis 2000, welche die krisenbedingten Umstrukturierungsbemühungen japanischer Unternehmen erleichtern sollten. Zunächst wurden die Vorschriften zur Verschmelzung vereinfacht.⁷⁵ Im Jahr 1999 schloss sich eine Erleichterung von Konzernierungsvorgängen in Form von Aktientausch und Aktienübertragung an.⁷⁶ Ein Jahr später folgte ein neues Spaltungsrecht.⁷⁷ Zum Schutz widersprechender Minderheitsaktionäre wurden jeweils korrespondierende Abfindungsrechte eingeführt, nach denen die Aktionäre einen Anspruch auf Rückkauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft haben, bei dem derjenige Preis für ihre Aktien zu zahlen ist, der angemessen wäre, wenn der strukturändernde Beschluss nicht gefasst worden wäre. Ein Beispiel bildet Art. 374-3 HG a.F. für die Gesellschaftsspaltung.⁷⁸

73 Zu den Gründen, warum auch kleine Unternehmen die Rechtsform der Aktiengesellschaft und nicht die der GmbH wählten E. TAKAHASHI, Zur Reform der geschlossenen Kapitalgesellschaften in Japan, in: Bälz/Baum/Westhoff (Hrsg.), Aktuelle Fragen des gewerblichen Rechtsschutzes und des Unternehmensrechts im deutsch-japanischen Rechtsverkehr (Köln 2012) 29, 32.

74 TAKAHASHI (Fn. 73) 33.

75 Dazu E. TAKAHASHI/J. RUDO, Bestandsaufnahme – Die japanische Aktienrechtsreform des Jahres 1997, in: RIW 44 (1998) 615 ff.; M. HAYAKAWA, Die Neuregelung von Verschmelzung, Spaltung sowie Gründung von Holdinggesellschaften, in: ZJapanR/J.Japan.L. 16 (2003) 59 ff.

76 Dazu M. HAYAKAWA, Erleichterung der Konzernierung durch Aktientausch und Aktienübertragung: die Teilreform des Handelsgesetzes vom Oktober 1999, in: ZJapanR/J.Japan.L. 9 (2000) 5 ff.

77 Dazu BÄLZ (Fn. 71) 105 ff; ferner M. HAYAKAWA, Neue Regeln für die Gesellschaftsspaltung: Die Reform des Handelsgesetzes vom Mai 2000, in: ZJapanR/J.Japan.L. 11 (2001) 37 ff.; zu weiteren aktienrechtsbezogenen Reformen H. ODA, Corporate Law Reforms in Japan 2001/2002 – Deregulation of Company Law?, in: ZJapanR/J.Japan.L. 14 (2002) 5 ff.

78 BÄLZ (Fn. 71) 105 ff.

Dieser Ansatz, Minderheitsaktionäre, die mit strukturändernden Mehrheitsentscheidungen nicht einverstanden sind, vor Vermögensnachteilen zu schützen, wurde in der eingangs erwähnten Reform des Gesellschaftsrechts von 2005/2006 dahin erweitert, dass ausscheidende Aktionäre nunmehr auch an allfälligen Verbundvorteilen zu beteiligen sind. Rechtstechnisch geschieht dies dadurch, dass die soeben genannte „als ob“-Regelung durch die Verpflichtung der Gesellschaft ersetzt wurde, einen „fairen Preis“ (*kōsei na kakaku*) zu zahlen.⁷⁹

b) *Entwicklung in der Praxis*

In der Praxis war gegen Ende der 1960er Jahre eine Zunahme der Klagen von Aktionären geschlossener Gesellschaften zu beobachten, bei denen es um den angemessenen Preis für die Übernahme vinkulierter Aktien ging, deren Ausgabe kurz zuvor wieder erlaubt worden war. Die Gerichte legten als Bewertungsmaßstab erbschaftsteuerrechtliche Grundsätze an; als Leitentscheidung galt ein Urteil des Distriktgerichts Osaka aus dem Jahr 1968.⁸⁰ Später setzte sich die Meinung des angesehenen Rechtswissenschaftlers *Kenjirō Egashira* von der Tokyo Universität durch, der für eine Änderung der Bewertungsmethode und die Anwendung der sog. Dividendendiskontierungsmethode bei geschlossenen Gesellschaften plädierte.⁸¹ Das Obergericht (nachfolgend auch OG) Osaka griff diese Auffassung in einer Leitentscheidung aus dem Jahr 1989 auf.⁸² In der jüngeren Rechtsprechung haben sich dann *Discounted-Cash-Flow*-Verfahren (DCF) für die Bewertung geschlossener Gesellschaften durchgesetzt.⁸³ Bei börsennotierten Gesellschaften kam es ab dem Jahr 2008 zu einer regelrechten Klagewelle, in der es regelmäßig um den fairen Preis im Zusammenhang mit Abfindungen bei Umwandlungsvorgängen ging. Als Grundsatzurteil gilt die schon erwähnte OGH-Entscheidung in Sachen *Rakuten vs. TBS* aus dem Jahr 2011.⁸⁴

4. *Funktionen aktienrechtlicher Unternehmensbewertungen und Abfindungsansprüche*

Bezüglich der Funktionen, denen die Unternehmensbewertung dient, ist zwischen Abfindungen bei Strukturmaßnahmen auf der einen und dem Schutz von Inhabern vinkulierter Aktien und Altaktionären bei der Neuausgabe von Aktien im Rahmen des genehmigten Kapitals auf der anderen Seite zu differenzieren. In den beiden letzten Fällen dient die Bewertung dem Vermögensschutz der potentiell benachteiligten Aktionäre. Bei Strukturmaßnahmen kommt dem Verkaufsrecht widersprechender Minderheitsaktionäre

79 Dazu unten C.IV.2.a.bb.

80 DG Osaka v. 26. September 1968, in: Ka-Minshū Bd. 19 (1968) 568 – *Maeda Seika*; dazu unten Text zu Fn. 187.

81 Unten C.IV.2.b.

82 OG Osaka v. 28. März 1989, in: Hanrei Jihō Nr. 1324 (1989) 140 – *Duskin*.

83 Unten C.IV.2.c.

84 Entscheidung v. 19. April 2011, in: Minshū Bd. 65 (2011) 1311; zur Entscheidung unten C.III.2.b.bb.

nach heute herrschender Ansicht eine doppelte Funktion zu.⁸⁵ Zum einen bildet es ein funktionales Gegenstück zu einer teilweisen Auflösung der Gesellschaft, indem es Minderheitsaktionären bei mehrheitlich beschlossenen Strukturmaßnahmen das Recht zu einem Austritt aus der Gesellschaft garantiert, ohne dass sie dafür wirtschaftliche Nachteile in Kauf nehmen müssen. Sie sollen mit dem Recht auf den Verkauf ihrer Aktien zu einem fairen Preis so gestellt werden, als ob die betroffene Maßnahme nicht stattgefunden hätte. Zum anderen sollen sie gegen eine Verminderung des Unternehmenswerts geschützt werden, der bei Interessenkonflikten droht, etwa bei Transaktionen zwischen Mutter- und Tochtergesellschaften oder bei einem Management Buyout. Mit ihrem Verkaufsrecht können die Minderheitsaktionäre einen Wertverlust des Unternehmens oder ihrer Aktien kompensieren, der durch solche Maßnahmen entstanden ist.⁸⁶

Das Recht auf einen Aktienrückkauf ist nur einer von verschiedenen Rechtsbehelfen, die widersprechenden Aktionären gegen Mehrheitsbeschlüsse zur Verfügung stehen. Anders als zum Teil im US-amerikanischen Recht⁸⁷ ist ein japanischer Aktionär in der Regel *nicht* auf die Geltendmachung von Abfindungsansprüchen beschränkt, sondern kann die betreffende Maßnahme auch durch Anfechtungs- oder Nichtigkeitsklage angreifen.⁸⁸ Es gibt allerdings eine Entscheidung des OG Tokyo aus dem Jahr 1990, die eine wegen des grob unangemessenen Umtauschverhältnisses bei einer Verschmelzung erhobene Nichtigkeitsklage abgewiesen und die Aktionäre stattdessen auf die Geltendmachung ihres Abfindungsanspruchs verwiesen hat.⁸⁹

C. BEWERTUNGSFRAGEN

I. BEWERTUNGSZIEL

1. Deutschland

Hierzulande haben außenstehende Aktionäre bei den eingangs erwähnten Strukturmaßnahmen Anspruch auf eine „angemessene Abfindung“ für ihre Aktien. Sie müssen für den Verlust ihrer Rechtsposition und die Beeinträchtigung ihrer vermögensrechtlichen

85 Dazu SAITO (Fn. 63) 3316 f.; H. KANDA, *Kabushiki kaitori seikyū-ken no kōzō* [Zur Struktur des Andienungsrechtes], in: Shōji Hōmu Nr. 1879 (2009) 5 ff.

86 SAITO (Fn. 63) 3317.

87 Vgl. COX/HAZEN (Fn. 70) § 22.27, 105 ff.; rechtsvergleichend FLEISCHER/SCHNEIDER/THATEN (Fn. 70) 63.

88 Zu diesen Klagemöglichkeiten H. BAUM/E. TAKAHASHI, Klagen gegen fehlerhafte Hauptversammlungsbeschlüsse im japanischen Aktienrecht, in: ZJapanR/J.Japan.L. 32 (2011) 153 ff.

89 OG Tokyo v. 31. Januar 1990, Shiryō-ban Shōji Hōmu Nr. 77 (1991) 193 – *Mitsui bussan*; engl. Zusammenfassung und Kommentierung bei M. HAYAKAWA, Case No. 24, Corporate Law – Absorption-type Merger – Fairness of Merger Ratio – Action Seeking Invalidation of a Merger, in: Bälz/Dernauer/Heath/Petersen-Padberg (Hrsg.), *Business Law in Japan – Cases and Comments* (Alphen aan den Rijn 2012) 245 ff.

Stellung wirtschaftlich voll entschädigt werden.⁹⁰ Die Entschädigung soll den „wirklichen“ oder „wahren“⁹¹ Wert widerspiegeln. Entsprechend dem Normzweck der Abfindungsvorschriften ist nach der Rechtsprechung des BGH der *Grenzpreis* zu ermitteln, zu dem die außenstehenden Aktionäre ohne wirtschaftliche Nachteile aus der Gesellschaft ausscheiden können.⁹² Anders ausgedrückt ist ihnen das zu ersetzen, was sie ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme bei einem Verkauf des Papiers erlösten hätten.⁹³

2. Japan

a) „Nakariseba kakaku“-Formel

Bis zur Reform des Gesellschaftsrechts von 2005/2006 war das im Handelsgesetz verankerte Ziel, widersprechenden Aktionären die volle Entschädigung für den Verlust ihrer Rechtsposition zu gewähren. Sie sollten so gestellt werden, als ob der Beschluss über die Strukturmaßnahme nicht gefasst worden wäre.⁹⁴ Die japanische Formel dafür lautet *nakariseba kakaku*. Die entsprechenden Regelungen fanden sich in Artt. 374-3 I, 374-31 III, 408-3 u.a. HG a.F. Dafür war – wie in Deutschland – der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der Aktionär ohne einen wirtschaftlichen Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden konnte.⁹⁵

b) *Fairer Preis*

Dieser Ansatz wurde im GesG von 2005 geändert. Nunmehr ist ausscheidenden Aktionären im Falle einer Strukturänderung der „faire Preis“ (*kōsei na kakaku*) für ihre Aktien zu vergüten. Entsprechende Formulierungen finden sich in den bereits erwähnten Art. 785 I GesG (fusionierende Verschmelzung, Aktientausch, Spaltung), Art. 806 I GesG (Verschmelzung oder Spaltung durch Neugründung) und Art. 797 I GesG (Übertragung von Aktien, vereinfachte Verschmelzung).⁹⁶ Sie sollen sicherstellen, dass Synergieeffekte oder sonstige Verbundvorteile bei der Bewertung von Aktien im Interesse der außenstehenden Aktionäre berücksichtigt werden können.⁹⁷ Dieser sich aus der zu-

90 Vgl. BVerfGE 100, 289, 304 f. – DAT/Altana; BVerfG NJW 2012, 3020, 3021 – Daimler/Chrysler; BGHZ 147, 108 – DAT/Altana.

91 BVerfGE 100, 289, 306; BVerfG NJW 2012, 3020, 3021.

92 So BGHZ 138, 136, 140 – ABB II.

93 So BGHZ 186, 229, 237 Rn. 21 – Stollwerck.

94 Zur alten Rechtslage M. BÄLZ (Fn. 71) 152 ff.

95 H. KANDA, *Kaisha-hō* [Gesellschaftsrecht] (15. Aufl. Tokyo 2013) 335.

96 Der gleiche Bewertungsmaßstab gilt gemäß Artt. 116 I, 118 I GesG für die Übernahme vinkulierter Aktien und gemäß Art. 469 I GesG für die Übertragung des Geschäfts.

97 So die Vorstellung der Gesetzgebers, siehe T. AIZAWA, *Ichimon ittō shin-kaisha-hō* [Fragen und Antworten zum neuen Gesellschaftsgesetz] (2. Aufl. Tokyo 2009) 210; ferner K. EGASHIRA, *Kabushiki kaisha-hō* [Recht der Aktiengesellschaftsrecht] (4. Aufl. Tokyo 2011) 778 f.; M. TATSUTA, *Kaisha-hō taiyō* [Grundriss des Gesellschaftsrechts] (Tokyo 2007) 204

künftigen Strukturänderung ergebende Mehrwert wurde von der alten Formel nicht erfasst. Der Wechsel in der Bewertungsphilosophie wird dem Einfluss des bereits erwähnten Rechtswissenschaftlers *Kenjirō Egashira*, seinerzeit Universität Tokyo, zugeschrieben, der Mitglied der Kommission zur Reform des Gesellschaftsrechts war.

Was allerdings genau unter einem „fairen Preis“ zu verstehen ist, hat der Gesetzgeber offen gelassen und den Gerichten zur Klärung aufgegeben, die insoweit über einen großen Beurteilungsspielraum verfügen.⁹⁸ Mit dem konzeptionellen Wechsel rückte die Frage nach dem Zeitpunkt der Bewertung in den Mittelpunkt der Aufmerksamkeit, die unter der früheren Regelung von nachrangiger Bedeutung war. Erwartungsgemäß haben sich die japanischen Gerichte inzwischen ausführlich mit dieser Frage befasst.⁹⁹

II. BEWERTUNGSMETHODEN

1. Deutschland

a) Allgemeines

Das Aktiengesetz enthält keinerlei Hinweise zum Bewertungsverfahren, und auch die Gerichte üben sich insoweit in Zurückhaltung. So hat das BVerfG in seinem *DAT/Altana*-Beschluss ausgeführt, dass die Eigentumsgarantie in Art. 14 Abs. 1 GG für die Wertermittlung von Unternehmensbeteiligungen keine bestimmte Methode vorschreibe.¹⁰⁰ Ähnlich äußern sich die Zivilgerichte.¹⁰¹ Sie verlangen lediglich, dass die gewählte Methode dem Verkehrswert als dem rechtlich vorgegebenen Bewertungsziel gerecht wird. Einzelbewertungsverfahren scheiden vor diesem Hintergrund regelmäßig aus, da sie das Unternehmen nicht als Einheit betrachten.¹⁰² Mit dieser Ausnahme billigt die Spruchpraxis ein breites Spektrum von Bewertungsmethoden. Leitsatzmäßig zusammengefasst heißt es in einem aktuellen Beschluss des OLG Stuttgart: „Grundlage der Schätzung des Gerichts können somit vom Grundsatz her sowohl Wertermittlungen basierend auf fundamentalanalytischen Wertermittlungsmethoden wie das Ertrags-

Fn. 48; M. YANAGA, „*Rigaru maindo*“ *kaisha-hō* [„Legal Mind“ Gesellschaftsgesetz] (13. Aufl. Tokyo 2012) 344; SHIBATA (Fn. 60) 381 f.

98 EGASHIRA (Fn. 97) 779; siehe dazu auch die umfassende Analyse bei A. KOH, *Appraising Japan's Appraisal Remedy*, Paper 2013, noch nicht veröffentlicht, unter II. C.; M. BÄLZ, *Liberalized Rules for the Restructuring of Japanese Companies: Mergers, Demergers, and Share Exchanges under the New Company Law*, in: *ZJapanR/J.Japan.L.* 21 (2006) 19 ff.

99 Dazu unten C.III.2.b.

100 BVerfGE 100, 289, 307.

101 Vgl. zuletzt OLG Düsseldorf AG 2013, 807, 808 Rn. 29: „Für die Ermittlung des Unternehmenswerts schreiben weder Art. 14 Abs. 1 GG noch das einfache Recht eine bestimmte Methode vor.“

102 Vgl. BGHZ 129, 136, 165 – Girmes: „Er [= der Unternehmenswert] bemisst sich im Allgemeinen nach dem Preis, der bei einer Veräußerung des Unternehmens als Einheit erzielt würde.“

wertverfahren als auch auf marktorientierten Methoden wie eine Orientierung an Börsenkursen sein. Entscheidend ist, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist.¹⁰³

b) Einfluss des Verfassungsrechts

Zu den Besonderheiten der deutschen Bewertungslehre gehört ein starker Einfluss des Verfassungsrechts. Schon im Jahre 1962 hatte das BVerfG in seinem berühmten *Feldmühle*-Urteil ausgesprochen, dass ausscheidende Aktionäre bei einer Mehrheitsumwandlung nach Art. 14 I GG Anspruch auf eine „volle Abfindung“¹⁰⁴ haben. Diese verfassungsrechtliche Überwölbung der einfachgesetzlichen Bewertungsvorschriften, die man griffig als „Abfindungsverfassungsrecht“¹⁰⁵ bezeichnet, hat sich im Weiteren als höchst folgenreich erwiesen, vor allem im *DAT/Altana*-Beschluss des BVerfG von 1999, wonach die volle Abfindung bei börsennotierten Gesellschaften entgegen der bisherigen BGH-Rechtsprechung nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden darf.¹⁰⁶ Sie spielt bis heute eine wichtige Rolle, auch wenn das BVerfG den Konkretisierungsspielraum der Fachgerichte in jüngerer Zeit wieder stärker betont. So hat es etwa die Angemessenheitsvermutung des § 39 III 3 WpÜG beim übernahmerechtlichen *Squeeze-out* (sog. Markttest) als verfassungsgemäß angesehen¹⁰⁷ und zudem ausgeführt, dass es zur Berechnung des vollen Ausgleichs von Verfassungen wegen nicht geboten sei, eine auf zutreffender Tatsachengrundlage beruhende, vertretbare Prognose durch eine andere – ebenfalls nur vertretbare – zu ersetzen.¹⁰⁸ Andererseits hat es dem sog. Verhandlungsmodell kürzlich verfassungsrechtliche Grenzen gezogen.¹⁰⁹

c) Berufsständische Bewertungspraxis

Ungeachtet des Bekenntnisses von BVerfG und BGH zur Methodenvielfalt¹¹⁰ dominieren in der Gerichtspraxis die eingangs angeführten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen vom Institut der Wirtschaftsprüfer, derzeit in der Fassung IDW S 1 (2008).¹¹¹ Nach ihnen soll der Wirtschaftsprüfer in seiner Funktion als neutraler Gutachter einen objektivierten, von den individuellen Wertvorstellungen betroffener Parteien unabhängigen Wert des Unternehmens ermitteln.¹¹² Dieser objektivierte Wert soll im

103 OLG Stuttgart AG 2013, 724 Leitsatz 2.

104 BVerfGE 14, 14, 263, 284.

105 KLÖHN (Fn. 14) 77 im Anschluss an H. FLEISCHER, Anmerkung zu BVerfG AG 2001, 42 – Moto Meter, in: DNotZ 2000, 876, 879 („Aktienverfassungsrecht“)

106 Vgl. BVerfGE 100, 289; näher dazu unten C.III.1.a.

107 Vgl. BVerfG NZG 2012, 907 – Deutsche Hypothekenbank.

108 Vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 – Daimler/Chrysler.

109 Vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 – Daimler/Chrysler; dazu sogleich unter d).

110 Dazu oben C.II.1.a.

111 IDW S 1 (2008), WPg Supplement 3/2008, S. 68.

112 Vgl. IDW S 1 (2008), WPg Supplement 3/2008, S. 68 Rn. 12.

Wege des Ertragswertverfahrens bestimmt werden. Zielgröße ist ein typisierter Zukunftserfolgswert aus der Perspektive einer inländischen, unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner, der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen ergibt.¹¹³ Sowohl das BVerfG¹¹⁴ als auch die Zivilgerichte¹¹⁵ haben diesen Bewertungsstandard ausdrücklich anerkannt. Sein faktisches Methodenmonopol in Spruchverfahren beruht darauf, dass die Wirtschaftsprüfer ihn aufgrund ihrer Pflicht zur gewissenhaften Berufsausübung nach § 43 WPO fast ausnahmslos anwenden, um Haftungsrisiken zu vermeiden.¹¹⁶ Auch wenn die Gerichte nicht müde werden zu betonen, dass es sich bei dem IDW-Standard nicht um eine bindende Rechtsnorm, sondern nur um eine Expertenauffassung aus dem Kreis der Wirtschaftsprüfer handle¹¹⁷, entnehmen sie ihm doch häufig die streitentscheidende Aussage.¹¹⁸ Auf diese Weise hat der IDW-Standard hierzulande einen *quasi-verbindlichen Charakter* erlangt. Einen aktuellen Beleg dafür bietet die erbitterte Auseinandersetzung um die rückwirkende Anwendung des neuen IDW S 1 (2008) für Altverfahren aus der Zeit vor seinem „Inkrafttreten“^{119, 120}.

d) Verhandlungsmodell

Bei Verschmelzungen voneinander unabhängiger Aktiengesellschaften hatte die obergerichtliche Spruchpraxis ein sog. Verhandlungsmodell als eigenständige Bewertungs-

113 So IDW S 1 (2008), WPg Supplement 3/2008, S. 68, 73 Rn. 29 ff.

114 Vgl. BVerfGE 100, 289, 307: „In der Praxis hat sich für die zur Bestimmung der angemessenen Abfindung oder des angemessenen Ausgleichs notwendige Ermittlung des ‚wahren‘ Unternehmenswertes die sog. Ertragswertmethode durchgesetzt. [...] Gegen eine Unternehmensbewertung nach dieser Methode bestehen im Prinzip keine verfassungsrechtlichen Bedenken.“

115 Zuletzt OLG Stuttgart AG 2013, 724 Leitsatz 3: „Als anerkannt und gebräuchlich ist derzeit nicht nur, aber jedenfalls auch das anzusehen, was von dem Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) in dem Standard IDW S 1 sowie in sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaftslehre (FAUB) vertreten wird.“

116 Dazu C. AHA, Aktuelle Aspekte der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren, in: AG 1997, 26, 29; R. HÜTTEMANN, Unternehmensbewertung als Rechtsproblem, in: ZHR 162 (1998), 563, 567; vertiefend zuletzt G. LAUBER, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a AktG (Bonn 2013) 379 ff. mit weiteren Gründen.

117 Vgl. etwa OLG Stuttgart AG 2012, 838, 841 m.w.N.

118 Beispielhaft etwa OLG Düsseldorf AG 2012, 797, 800: „Letztlich ist es daher angemessen, sich der damaligen Empfehlung des IDW, wonach die Marktrisikoprämie nach Steuern mit einem Wert zwischen 5 % und 6 % anzusetzen sei, anzuschließen. Die Empfehlung des IDW zur Bestimmung der Nachsteuerrisikoprämie stellt zwar keine Rechtsnorm dar, sie ist aber eine wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte Expertenauffassung. Sie wird in der Bewertungspraxis und in der Rechtsprechung beachtet.“

119 So die irreführende Ausdrucksweise des OLG München, AG 2007, 411 Leitsatz 1, nach der das IDW neue Bewertungsmethoden „in Kraft setzen“ kann.

120 Zuletzt OLG Karlsruhe AG 2013, 765 m.w.N.

methode entwickelt: Danach sollten die verhandlungsähnliche Situation und die Billigung durch die jeweiligen Hauptversammlungen mit großer Mehrheit eine erhöhte Gewähr für ein angemessenes Umtauschverhältnis bieten, so dass im Spruchverfahren eine vollständige gerichtliche Kontrolle entbehrlich sei.¹²¹ Dem ist das BVerfG allerdings kürzlich entgegengetreten:

„Die Auffassung, bei der Verschmelzung zweier wirtschaftlich und rechtlich unabhängiger Unternehmen könne die gerichtliche Kontrolle der Angemessenheit einer baren Zahlung im Spruchverfahren (§ 15 UmwG) auf die Prüfung eines ordnungsgemäßen Verhandlungsprozesses der Vorstände beschränkt werden, wird der durch Art. 14 I GG geschützten Aktionärsstellung nicht gerecht.“¹²²

Das hat im Schrifttum teils Kritik,¹²³ teils Zustimmung¹²⁴ gefunden.

2. Japan

a) Allgemeines

Weder der japanische Gesetzgeber noch die Gerichte machen Vorgaben bezüglich der zur Wertermittlung anzuwendenden Verfahren. Es können mithin unterschiedliche Methoden zur Anwendung kommen.¹²⁵ Welches Verfahren anzuwenden ist, richtet sich nach dem Ziel der Norm, die *in concreto* eine Bewertung verlangt, und nach den Umständen des Einzelfalls. Wie der OGH bereits in einer frühen Entscheidung aus dem Jahr 1973 betonte, kommt es bei der Bewertung auf *sämtliche* Umstände des Einzelfalls an.¹²⁶ Diese Auffas-

121 Vgl. OLG Stuttgart AG 2006, 421, 424 f.; AG 2011, 49, 52 ff.; vorbereitet durch E. STILZ, Die Anwendung der Business Judgment Rule auf die Feststellung des Unternehmenswerts bei Verschmelzungen, in: FS Mailänder (Berlin u.a. 2006) 423, 427 ff.

122 BVerfG NJW 2012, 320 Leitsatz 1.

123 Kritisch L. KLÖHN/D. VERSE, Ist das „Verhandlungsmodell“ zur Bestimmung der Verschmelzungswertrelation verfassungswidrig?, in: AG 2013, 2 ff.

124 Grundsätzlich zustimmend H. FLEISCHER/S. BONG, Unternehmensbewertung bei konzernfreien Verschmelzungen zwischen Geschäftsleiterermessen und Gerichtskontrolle, in: NZG 2013, 881 ff., 889 f.: „Die vielbeschworene Richtigkeitsgewähr frei ausgehandelter Verträge („Verhandlungsmodell“) rechtfertigt kein anderes Ergebnis: Zum einen ist nicht ausgeschlossen, dass sich der Vorstand bei seinen Verhandlungen (auch) von seinen eigenen Interessen leiten lässt, zum anderen sind die Vorstandspflichten auf das (breitere) Unternehmensinteresse geeicht, während die Angemessenheitskontrolle ausschließlich dem Vermögensinteresse der Anteilseigner dient. Im Ergebnis übereinstimmend und zutreffend haben BVerfG und *Delaware Supreme Court* daher kürzlich entschieden, dass der Tatrichter seinen gesetzlichen Kontrollauftrag gem. § 15 I 1 UmwG bzw. § 262(h) DGCL eigenverantwortlich wahrnehmen muss.“

125 T. SEKI, *Kabushiki hyōkaron* [Die Lehre von der Aktienbewertung] (Tokyo 1983) 18 ff.

126 OGH v. 1. März 1973, in: Minshū Bd. 27 (1973) 161, 165; dazu kritisch mit Blick auf die fehlende Rechtssicherheit BALZ (Fn. 69) 167.

sung hat er in einer Entscheidung aus dem Jahr 2011 bestätigt.¹²⁷ Bezüglich der Preisermittlung bei einem Rückkauf vinkulierter Aktien weist auch der Gesetzgeber selbst die Gerichte ausdrücklich an, alle Umstände des Einzelfalls zu berücksichtigen (Art. 144 III GesG).

b) *Verfassungsrecht?*

Anders als in Deutschland sind verfassungsrechtliche Bestimmungen für die Bewertungspraxis in Japan ohne Bedeutung. Zwar enthält auch die japanische Verfassung (*Nihon-koku kenpō*) von 1946 in Art. 29 eine Eigentumsgarantie, aber ihr kommt nach Rechtsprechung¹²⁸ und herrschender Meinung¹²⁹ keine Drittwirkung im Verhältnis zwischen Aktionär und Gesellschaft zu. Infolgedessen gibt es keinerlei Fallmaterial, das sich mit verfassungsrechtlichen Aspekten des Anteilseigentums auseinandersetzt.

c) *Berufsständische Bewertungspraxis*

Ebenso wenig gibt es in Japan allgemein akzeptierte Bewertungsstandards der Berufspraktiker, die hinsichtlich ihrer faktischen Dominanz und Prägekraft dem IDW Standard S 1 2008 entsprechen. Zwar hat die Vereinigung der Wirtschaftsprüfer Japans (*Nihon Kōnin Kaikei-shi Kyōkai*) mit ihren „Richtlinien zu Aktienbewertung“ (*Kabushiki kachi hyōka gaidorain*) eine Zusammenfassung der Praxis der Unternehmensbewertung durch Wirtschaftsprüfer geschaffen,¹³⁰ doch sind diese Richtlinien unverbindlich und haben keinerlei Einfluss auf die Rechtsprechung. Auch in der anwaltlichen Beratungspraxis spielen sie keine Rolle.

d) *Verhandlungsmodell*

Das sog. Verhandlungsmodell der Unternehmensbewertung hat in der japanischen Rechtsprechung bisher nicht Fuß gefasst. In der rechtswissenschaftlichen Diskussion wird es aber gelegentlich empfohlen, weil sich die im Rahmen der Ermittlung des „fairen Preises“ zu berücksichtigenden Verbundvorteile nur schwer objektiv ermitteln ließen, während die beteiligten Parteien diese leichter einschätzen könnten.¹³¹

127 Entscheidung des OGH v. 26. April 2011, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1367 (2011) 16 – *Interijensu*.

128 OGH v. 12. Dezember 1973, in: Minshū Bd. 27 (1973) 1536 – *Mitsubishi jushi*.

129 T. MIYAZAWA, *Kenpō II* [Verfassungsrecht II] (2. Aufl. Tokyo 1971) 250.

130 Abrufbar unter: http://www.hp.jicpa.or.jp/specialized_field/files/2-3-32-2-20070516.pdf.

131 A. YANAGI, *Soshiki saihen ni kakaru kabushiki kaitori seikyū-ken ni okeru „kosei na kakaku“* [Der „faire Preis“ bei der Abfindung der Aktionäre bei Umwandlungen], in: Hamada/Iwahara (Hrsg.), *Kaisha-hō no sōten* [Streitpunkte des Gesellschaftsrechts] (2009 Tokyo) 204.

III. BEWERTUNG BÖRSENNOTIERTER AKTIENGESELLSCHAFTEN

1. Deutschland

a) Börsenkurs als Bewertungsuntergrenze

Börsenkurse hat die deutsche Rechtsprechung bei der Abfindungsbemessung lange Zeit ignoriert. Zur Begründung führte der BGH im Jahre 1967 aus, dass der Börsenkurs von „zufallsbedingten Umsätzen, spekulativen Einflüssen und sonstigen nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Ereignissen, Gerüchten, Informationen und psychologischen Momenten abhängen“ und „unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen“ unterliege.¹³² Eine Kehrtwende brachte erst der *DAT/Altana*-Beschluss des BVerfG aus dem Jahre 1999, wonach es mit der Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar ist, bei der Bestimmung der Abfindung für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre nach §§ 305, 320b AktG den Börsenkurs der Aktien außer Betracht zu lassen.¹³³ Dieser bilde grundsätzlich die Untergrenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung, weil die Minderheitsaktionäre für ihre Aktien sonst weniger erhielten, als sie bei einem Verkauf über die Börse erlangt hätten.¹³⁴ Eine Unterschreitung des Börsenkurses komme nur dann in Betracht, wenn er ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegeln.¹³⁵ Denkbar sei dies, wenn über einen längeren Zeitraum mit Aktien der betreffenden Gesellschaft praktisch kein Handel mehr stattgefunden habe, wenn aufgrund einer Marktengpass der einzelne außenstehende Aktionär gar nicht in der Lage gewesen wäre, seine Aktien tatsächlich zum Börsenkurs zu veräußern, sowie schließlich, wenn der Börsenkurs manipuliert worden sei.¹³⁶

b) Bewertungsrelevanter Stichtag oder Zeitraum

Ob der Börsenkurs stichtagsbezogen oder anhand eines Durchschnittskurses während eines gewissen Zeitraums ermittelt wird, gibt Art. 14 Abs. 1 GG nicht vor.¹³⁷ Der BGH hat sich in seinem *DAT/Altana*-Beschluss von 2001 aus Gründen der Rechtssicherheit für einen *Durchschnittskurs* entschieden: Bei Zugrundelegung des Stichtagsprinzips, so die Befürchtung, könnten Marktteilnehmer den Börsenkurs in ihrem Interesse beeinflussen. Solche Manipulationen würden erheblich erschwert, mit einiger Sicherheit sogar ausgeschlossen, wenn ein durchschnittlicher Referenzkurs gewählt werde.¹³⁸ Im konkreten Zugriff hielt der BGH einen relativ kurzen Zeitraum von drei Monaten für erforderlich, aber auch ausreichend, um den aufgezeigten Gefahren zu begegnen. Um

132 BGH NJW 1967, 1464.

133 Vgl. BVerfGE 100, 289 Leitsatz.

134 So BVerfGE 100, 289, 308.

135 Dazu BVerfGE 100, 289, 309.

136 Vgl. BVerfG AG 2007, 119, 120 – Siemens/SNI.

137 Vgl. BVerfGE 100, 289, 309 f.

138 So BGHZ 147, 108, 118.

einen Referenzkurs zu erlangen, der eine kontinuierliche Entwicklung des Börsenkurses in dem maßgebenden Zeitraum repräsentiert, müssten außergewöhnliche Tagesauschläge oder sprunghafte Entwicklungen binnen weniger Tage, die sich nicht verfestigen, unberücksichtigt bleiben.¹³⁹

Als Stichtag für den Referenzzeitraum stellte der BGH zunächst auf den Tag der Hauptversammlung ab¹⁴⁰, gab diese Rechtsprechung aber im Jahr 2010 nach heftiger Kritik aus dem Schrifttum wieder auf, weil der Börsenkurs in dem Zeitraum vor der Hauptversammlung stark durch Abfindungswertspekulationen beeinflusst wird.¹⁴¹ Stattdessen kommt es nunmehr auf einen gewichteten Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode *vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme* an.¹⁴² Wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, muss der Börsenkurs nach Auffassung des BGH entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung „hochgerechnet“ werden.¹⁴³

c) *Grundsatz der Meistbegünstigung*

In Umsetzung des *DAT/Altana*-Beschlusses hat der BGH das BVerfG dahin verstanden, dass der aus dem Börsenkurs abgeleitete Wert nur den *Mindestbetrag* der Abfindung darstelle. Sei der Betrag des quotale auf die Aktie bezogenen Unternehmenswertes (Schätzwertes) höher als der Börsenwert, so stehe dem Aktionär dieser Schätzwert zu.¹⁴⁴ Man spricht vom Grundsatz der methodenbezogenen *Meistbegünstigung*.¹⁴⁵ Seine Anwendung hat zur Folge, dass in der Gerichtspraxis stets eine Doppelbewertung stattfindet, um zu ermitteln, ob der Ertragswert oder der Börsenwert höher ausfällt.¹⁴⁶ Zweifel an diesem aufwändigen Vorgehen hat in jüngerer Zeit das OLG Stuttgart angemeldet: Es lehnte das Vorbringen von Antragstellern im Spruchverfahren ab, die den Grundsatz der Meistbegünstigung auch innerhalb der Ertragswertmethode mit der Maßgabe angewandt wissen wollten, dass bei allen Bewertungsparametern jeweils der für sie günstigste anzuwenden sei.¹⁴⁷ In diesem Zusammenhang bekundete das OLG Stuttgart, dass der vom

139 Vgl. BGHZ 147, 108, 118.

140 Vgl. BGHZ 147, 108, 118.

141 Vgl. BGHZ 186, 229, 237 Rn. 21 f.

142 Vgl. BGHZ 186, 229 Leitsatz a.

143 So BGHZ 186, 229, 230 Leitsatz b.

144 So BGHZ 147, 108 Leitsatz 2.

145 Vgl. etwa O. GÄRTNER/B. HANDKE, Unternehmenswertermittlung im Spruchverfahren – schrittweiser Abschied vom Meistbegünstigungsprinzip des BGH (DAT/Altana)?, in: NZG 2012, 247.

146 Dazu GÄRTNER/HANDKE (Fn. 145) 248.

147 Vgl. OLG Stuttgart AG 2009, 707, 712.

BGH beschrittene Weg einer Meistbegünstigung zwischen verschiedenen Bewertungsmethoden verfassungsrechtlich keineswegs zwingend vorgegeben sei.¹⁴⁸

d) Bewertungsfragen bei Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss

Für Kapitalerhöhungen mit Bezugsrechtsausschluss hat der Gesetzgeber im Jahre 1994 in § 186 III 4 AktG eine Neuregelung eingeführt: Danach ist ein Ausschluss des Bezugsrechts bei börsennotierten Gesellschaften insbesondere dann zulässig, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenkurs nicht wesentlich unterschreitet. Wann eine Unterschreitung nur unwesentlich ist, wird kontrovers diskutiert; ausweislich der Gesetzesmaterialien soll die Obergrenze bei 5 % liegen, während 3 % den Regelabschlag bilden.¹⁴⁹ Konzeptionell liegt § 186 III 4 AktG die Vorstellung zugrunde, den Verwässerungsschutz für Altaktionäre, den an sich das Bezugsrecht gewährleistet, durch Börsenpreise leisten zu können.¹⁵⁰ Hauptanwendungsfall in der Praxis ist das genehmigte Kapital; § 203 I AktG nimmt § 186 AktG ausdrücklich in Bezug.

2. Japan

Die japanische Bewertungspraxis unterscheidet zwischen börsennotierten und geschlossenen Aktiengesellschaften. Im ersten Fall erfolgt eine *Aktienbewertung*, im zweiten in der Sache eine *Unternehmensbewertung*, auch wenn es formell ebenfalls um die Ermittlung des Aktienwerts geht.

a) Börsenkurs als Ausgangspunkt für die Bewertung

Für die Bewertung von Aktien börsennotierter Gesellschaften nehmen die Gerichte in Japan regelmäßig deren Börsenkurs als Ausgangspunkt. Die Leitentscheidung des OGH aus dem Jahr 1975 betraf die Platzierung junger Aktien im Rahmen des *authorized capital* bei Dritten gemäß Art. 280-2 HG a.F. (heute Art. 199 GesG).¹⁵¹ Der OGH führte dort aus, dass eine börsennotierte Gesellschaft, die neue Aktien platzieren wolle, im Interesse der Altaktionäre an sich den Börsenkurs *vor* Fassung des Kapitalerhöhungsbeschlusses zugrunde legen müsse. Andererseits sei auch ihr Interesse an einer erfolgreichen und reibungslosen Unterbringung der Kapitalerhöhung zu berücksichtigen und deshalb sei ein *unterhalb* des Börsenkurses liegender Ausgabekurs zulässig. Zwischen diesen beiden gegenläufigen Interessen sei ein Ausgleich unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalls herzustellen. Im Ergebnis sah der OGH einen gewissen Abschlag vom Börsenkurs als zulässig an. Bemerkenswert ist, dass er *ohne* eine Unternehmensbewertung allein den Aktienkurs als Richtgröße für seine Überlegungen genommen hat und

148 Vgl. OLG Stuttgart AG 2009, 707, 712.

149 So Ausschussbegründung BT-Drucks. 12/7848, S. 9.

150 Dazu etwa U. HÜFFER, AktG (10. Aufl. München 2012) § 186 Rn. 39b.

151 OGH v. 8. April 1975, in: Minshū Bd. 29 (1975) 350.

auf dieser Grundlage weitere Faktoren wie etwa das Risiko potentieller Schwankungen des Aktienkurses, die Zahl der neu auszugebenden Aktien, die Möglichkeit ihrer Platzierung am Markt und anderes mehr berücksichtigt hat.

b) *Bewertungsrelevanter Stichtag oder Zeitraum*

aa) *Instanzgerichtliche Entscheidungen*

In neuerer Zeit ist die Frage des Stichtags – oder des Referenzzeitraums – für die Bestimmung des bewertungsrelevanten Börsenkurses im Zusammenhang mit der Abfindung wegen Strukturmaßnahmen in den Vordergrund des Interesses getreten. Seit 2008 hat es eine Reihe instanzgerichtlicher Entscheidungen gegeben, die sich mit dieser Frage auseinandersetzen. Bei allen Entscheidungen besteht Einigkeit darüber, dass der Börsenkurs der prinzipielle Ansatzpunkt für eine Bewertung ist. Unterschiedliche Auffassungen finden sich hingegen bezüglich der Bestimmung des relevanten Zeitpunkts oder Zeitraums.

(1) *Durchschnittspreis*

Das OG Tokyo hat in einer Entscheidung aus dem Jahr 2010 einen einmonatigen *Durchschnittswert* vor der Veröffentlichung der einschlägigen (Restrukturierungs-)Maßnahme zugrunde gelegt, um Schwankungen des Aktienpreises durch zufällige Faktoren oder spekulative Erwartungen auszugleichen.¹⁵²

(2) *Zeitpunkt der Beschlussfassung*

Eine andere, bis zur Reform des Jahres 2005 vor allem in der Rechtsprechung vertretene Meinung hatte demgegenüber bezüglich der Abfindung nach Art. 408-3 I HG a.F. (Widerspruch gegen Verschmelzung) auf den *Zeitpunkt der Hauptversammlung* abgestellt, auf welcher der entsprechende Beschluss gefasst wurde.¹⁵³ Mit der Einführung des Konzepts eines „fairen Preises“ in Art. 785 I GesG ist diese Anknüpfung nicht länger durchgängig gesetzeskonform, denn nunmehr sollen, wie ausgeführt, im Rahmen von Abfindungen auch Synergieeffekte mit berücksichtigt werden.¹⁵⁴ Soweit allerdings keine Synergieeffekte auftreten, finden die früheren Überlegungen weiterhin Anwendung.

152 OG Tokyo v. 31. März 2010, in: Shiryō-ban Shōji Hōmu Nr. 314 (2010) 20; ähnlich DG Tokyo v. 17. April 2009, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 31; DG Tokyo v. 13. Mai 2009, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 41; DG Tokyo v. 5. März 2010, in: Hanrei Jihō Nr. 2087 (2010) 3; DG Tokyo v. 31. März 2010, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1344 (2010) 36.

153 DG Tokyo v. 11. Oktober 1983, in: Ka-minshū Bd. 34 (1983) 968 sowie des DG Tokyo v. 21. November 1985, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 752 (1986) 26.

154 K. EGASHIRA, *Kaisha hōsei no gendai-ka ni kansuru yōkō-an no kaisetsu* [Erläuterung des Grundlagenentwurfs zur Modernisierung des Gesellschaftsrechts], in: Shōji Hōmu Nr. 1725 (2005) 9.

(3) *Ausübungszeitpunkt*

Nach einer dritten Auffassung ist zur Bestimmung des „fairen Preises“ auf den *Zeitpunkt (Tag) der Ausübung* des Anspruchs auf Übernahme der Aktien als dem maßgeblichen Zeitpunkt abzustellen.¹⁵⁵ Teilweise wird das dahingehend präzisiert, dass der Aktienkurs an dem Tag, an dem das Verlangen nach Übernahme der Aktien bei der Gesellschaft eingeht, entscheidend sein soll.¹⁵⁶

(4) *Ablauf der Ausübungsfrist*

Wieder andere Entscheidungen stellen zur Bestimmung des „fairen Preises“ maßgeblich auf den Zeitpunkt des *Fristablaufs* für die Geltendmachung des Anspruchs auf einen Rückkauf der Aktien ab, um auf diese Weise einerseits eine Gleichbehandlung der widersprechenden Aktionäre herzustellen und andererseits spekulatives Verhalten zu unterbinden.¹⁵⁷

(5) *Wirksamwerden der Umwandlungsmaßnahme*

Nach einer fünften Meinung ist zum Schutz der Aktionäre auf den Zeitpunkt des *Wirksamwerdens* der Umwandlungsmaßnahme abzustellen.¹⁵⁸ Als Begründung führt das DG Tokyo aus, dass andernfalls, etwa bei einem Aktientausch, die möglichen Synergien nicht gebührend aufgeteilt würden.¹⁵⁹

(6) *Kontroverse Diskussion*

Diese richterliche Meinungsvielfalt spiegelt sich auch in der Literatur wider. Teilweise wurde die alte Auffassung, dass es auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung ankomme, für die Fälle unterstützt, in denen keine Synergieeffekte entstehen.¹⁶⁰ Allerdings wies *Tomotaka Fujita* aus rechtspolitischen Überlegungen darauf hin, dass die Anknüpfung an den Zeitpunkt der Beschlussfassung die Gefahr berge, dass Aktionäre grundsätzlich gegen strukturändernde Maßnahmen stimmen würden, um sich so eine kostenlose Option auf eine mögliche Abfindung zu sichern.¹⁶¹ Nach der Auffassung von *Masao Yanaga* sollte hingegen – ähnlich wie in Deutschland – auf den Kurs vor Bekanntwerden des Be-

155 OG Tokyo v. 17. Juli 2009, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1341 (2010) 31 u.a.

156 DG Kobe v. 16. März 2009, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 59.

157 OG Tokyo v. 7. Juli 2010, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1346 (2010) 14.

158 DG Tokyo v. 17. April 2009, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 31; DG Tokyo v. 13. Mai 2009, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 31; DG Tokyo v. 29. März 2010, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1354 (2010) 28; DG Tokyo v. 31. März 2010, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1344 (2010) 36.

159 Entscheidung v. 29. März 2010, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1354 (2010) 28.

160 Vgl. etwa E. TAKAHASHI, *Doitsu to nihon ni okeru kabushiki gaisha-hō no kaikaku* [Reform des Aktienrechts in Japan und Deutschland] (Tokyo 2007) 40 mit weiteren Literaturhinweisen in Fn. 136.

161 T. FUJITA, *Shin-kaisha-hō ni okeru kabushiki kaitori seikyū-ken seido* [Das Institut des Aktienübernahmeanspruchs im neuen Gesellschaftsgesetz], in: Kuronuma/Fujita (Hrsg.), *Kigyō-hō no riron jōkan* [Theorie des Unternehmensrechts Bd. 1] (Tokyo 2007) 294.

schlusses über die strukturändernde Maßnahme abgestellt werden.¹⁶² *Hideki Kanda* wies darauf hin, dass es nicht lediglich um die Aufteilung von Wertsteigerungen durch künftige Synergieeffekte gehe, sondern dass in gleicher Weise nach wie vor ein Schutz des Vermögens der Aktionäre vor wertmindernden Strukturmaßnahmen zu gewährleisten sei, weshalb auf den Fristablauf des Anspruchs auf Aktienübernahme abzustellen sei.¹⁶³

bb) Die Entscheidung des OGH i.S. Rakuten vs. TBS

(1) Leitsatz

Die vielbeachtete Leitentscheidung des OGH i.S. *Rakuten vs. TBS* aus dem Jahr 2011 hat zum einen nochmals bestätigt, dass bei börsennotierten Gesellschaften der Aktienkurs Maßstab für die Bewertung ist.¹⁶⁴ Zum anderen hat sie erstmals den zeitlichen Anknüpfungspunkt der Aktienbewertung in jenen Fällen höchstrichterlich geklärt, in denen durch eine Umwandlungsmaßnahme mangels Synergieeffekten keine Wertsteigerung erfolgt.¹⁶⁵ Danach ist in solchen Fällen grundsätzlich auf den Aktienkurs zum Zeitpunkt der *Ausübung* des Anspruchs auf Übernahme der Aktien durch den widersprechenden Aktionär abzustellen. Dabei wird der Schlusspreis des betreffenden Tages zugrunde gelegt (*closing price*).

(2) Sachverhalt

Der Entscheidung lag eine absorbierende Spaltung (Artt. 757 ff. GesG) zugrunde. Der Beschlussvorlage hatten mehrere Aktionäre der *TBS*, darunter die klagende Großaktionärin *Rakuten*, widersprochen und am letzten Tag der Ausübungsfrist ihren Anspruch auf Aktienrückkauf gegenüber der Gesellschaft geltend gemacht. Da sich *Rakuten* und *TBS* nicht innerhalb der gesetzlichen Frist von 20 Tagen vor dem im Spaltungsvertrag vereinbarten Zeitpunkt des Wirksamwerdens der strukturändernden Maß-

162 M. YANAGA, *Hantai kabunushi no kabushiki kaitori seikyū-ken o meguru jakkan no mondai* [Einige Probleme des Aktienübernahmeanspruchs widersprechender Aktionäre], in: *Shōji Hōmu* Nr. 1867 (2009) 10.

163 H. KANDA, *Kabushiki kaitori seikyū-ken seido no kōzō* [Die Systematik des Instituts des Aktienübernahmeanspruchs], in: *Shōji Hōmu* Nr. 1879 (2009) 5, 11.

164 OGH v. 19. April 2011, in: *Minshū* Bd. 65 (2011) 1311; dazu in westlichen Sprachen E. TAKAHASHI/T. SAKAMOTO, *Japanese Corporate Law: Important Cases in 2011*, in: *ZJapanR/J.Japan.L.* 33 (2012) 215, 216 ff.; H. WATANABE, *Case No. 27, Corporate Law – Absorption-type Merger – Appraisal Remedy – Determination of Fair Value*, in: *Bälz u.a. (Fn. 89)* 291 ff.

165 In einem anderen Zusammenhang, der in der einschlägigen japanischen Diskussion allerdings von den hier diskutierten Fällen der Bestimmung des „fairen Preises“ unterschieden wird, hatte sich der OGH mit der Angemessenheit des Preises bei einem Erwerb von Gattungsaktien mit Gesamterwerbsklausel (Artt. 171 ff. GesG) gemäß Art. 172 I GesG zu befassen. In dieser speziellen Konstellation orientierte sich der OGH an einem sechsmonatigen Referenzkurs vor dem Erwerb der Aktien; Entscheidung v. 29. Mai 2009, in: *Kin'yū Shōji Hanrei* Nr. 1326 (2009) 35 – *Rex Holdings*; dazu M. SAITO, *Case No. 28, Corporate Law – MBO – Squeeze-out – Minority Shareholders' Appraisal Right*, in: *Bälz u.a. (Fn. 89)* 299 ff.

nahme (Art. 785 V GesG) auf einen Übernahmepreis einigen konnten, erhob *Rakuten* Klage auf eine gerichtliche Festsetzung des „fairen Preises“ für die Übernahme ihrer Aktien gemäß Art. 786 II GesG.

(3) *Begründung*

Der OGH war der Ansicht, dass in Fällen, in denen mangels Verbundvorteilen keine Wertsteigerung durch die Strukturänderung erfolge, die widersprechenden Aktionäre wirtschaftlich so zu stellen seien, als ob der Beschluss zur Spaltung nicht gefasst worden sei. Insoweit entspricht dieser Ansatz der früheren Auffassung zu Artt. 349 I, 408-3 I 1 HG a.F., der sog. *nakariseba kakaku*-Formel.¹⁶⁶ Sodann geht der OGH aber davon aus, dass zwischen diesen Aktionären und der Gesellschaft nach Ausübung des Andienungsrechts ein kaufähnliches Rechtsverhältnis entstanden sei. Deswegen sei der Aktienkurs zum Zeitpunkt der Abgabe der Willenserklärung der betreffenden Aktionäre, also der Mitteilung des Anspruchs auf Übernahme der Aktien, maßgeblich. Damit weicht der OGH von der erwähnten früheren Auffassung ab, die auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung abstellte. Infolgedessen müssen die Aktionäre nunmehr grundsätzlich das Risiko von Kursverlusten in der Zeit zwischen Beschlussfassung und Geltendmachung ihres Anspruches auf Übernahme der Aktien tragen; umgekehrt haben sie die Chance auf Teilhabe an allfälligen Kurssteigerungen. Allerdings hat der OGH dieses Ergebnis in einer kurze Zeit später ergangenen Entscheidung etwas abgemildert (dazu sogleich).

(4) *Kritik*

Die Anknüpfung des OGH an den Zeitpunkt, zu dem die widersprechenden Aktionäre ihre Willenserklärung abgeben, birgt ein Element der Willkür. Denn diese haben innerhalb der Frist von 20 Tagen, innerhalb derer gemäß Art. 785 V GesG der Gesellschaft die Zahl der zu übernehmenden Aktien mitzuteilen ist, die Wahl, an welchem Tag sie ihren Anspruch geltend machen. Bei Kursschwankungen innerhalb dieses Zeitraums wirft die Anknüpfung Zweifel hinsichtlich der Gleichbehandlung der Aktionäre auf.¹⁶⁷

cc) *Die Entscheidung des OGH i.S. Interijensu*

Ebenfalls im Jahr 2011 und nur wenige Tage nach dem *Rakuten*-Urteil erging eine weitere Entscheidung, der ein Aktientausch (Artt. 767 ff. GesG) zwischen zwei börsennotierten Gesellschaften zugrunde lag, welcher ebenfalls nicht zu Synergieeffekten führte. In dieser Folgeentscheidung modifizierte der OGH sein Vorgängerurteil dahin, dass die Gerichte bei der Beurteilung eines „fairen Preises“ gemäß Art. 785 GesG einen großen Beurteilungsspielraum hätten.¹⁶⁸ Ausgangspunkt sei der Aktienkurs zum Zeitpunkt der Ausübung des Anspruchs auf Übernahme der Aktien, aber bei der Preisbestimmung könnten auch externe Umstände berücksichtigt werden, die unabhängig von der Struk-

166 Siehe oben C.I.2.a.

167 M. HAYAKAWA (Fn. 89) 254.

168 OGH v. 26. April 2011, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1367 (2011) 16 – *Interijensu*.

turänderung aus *anderen* Gründen zu Kursschwankungen in dem Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der Absicht, eine Strukturänderung vorzunehmen, und dem Ausübungszeitpunkt geführt hätten. Die Gerichte können mithin eine entsprechende Anpassung des Preises und damit vom Börsenkurs abweichen.

dd) Die Entscheidung des OGH i. S. Tekumo

In der jüngsten Entscheidung des OGH zur Bestimmung des „fairen Preises“, einer Entscheidung aus dem Jahr 2012, ging es um eine Aktienübertragung (Artt. 772 ff. GesG), die zu Synergieeffekten und damit zu einer Wertsteigerung führte.¹⁶⁹ Der OGH stellte im Rahmen der Feststellung des „fairen Preises“ gemäß Art. 797 GesG wiederum auf das Vorliegen eines kaufähnlichen Verhältnisses und damit auf den Zeitpunkt der Abgabe der Willenserklärung ab, mit der die widersprechenden Aktionäre ihren Anspruch auf Rückkauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft geltend machen. Damit hat der OGH die nach der *Rakuten*-Entscheidung in der Wissenschaft vertretene Auffassung bestätigt, dass auch im Fall von Verbundvorteilen durch die Strukturänderung der Bewertungsstichtag der Tag der Ausübung sei.¹⁷⁰

Zu dieser Entscheidung erging eine ergänzende Stellungnahme des Richters *Masahiko Sudō*.¹⁷¹ Er führte aus, dass der Aktienkurs bei börsennotierten Gesellschaften den objektiven Wert des Unternehmens abbilde, der seinerseits die Bewertung der Anleger widerspiegle. Daraus folge, dass der Börsenkurs künftige Synergieeffekte aus dem Aktientausch bereits reflektiere. In diesen Fällen erlaube die Zugrundelegung des Börsenkurses eine angemessene Verteilung der mit den Synergieeffekten verbundenen Wert-

169 OGH v. 29. Februar 2012, in: *Minshū* Bd. 66 (2012) 1784 – *Tekumo*; vgl. zu der Entscheidung M. YANAGA, *Kabushiki kaitori seikyū ni okeru kōsei na kakaku* [Der „faire Preis“ beim Anspruch auf Aktienübernahme], in: *Jurisuto* 1441 (2012) 2; M. ISHIWATA, *Tekumo kabushiki kaitori kakaku kettei jiken saikō-sai kettei no kentō (jō) – Kabushiki kaitori seikyū-ken seido ni okeru, kōsei na kakaku no handan wakugumi* [Untersuchung der OGH-Entscheidung im *Tekumo* Aktienübernahmefall (I) – Der Beurteilungsspielraum des „fairen Preises“ im System des Anspruchs auf Aktienübernahme], in: *Shōji Hōmu* Nr. 1967 (2012) 12 ff.

170 Vgl. K. TORIYAMA, *Kabushiki no kaitori seikyū to kyōsei shutoku ni okeru, kōsei na kakaku* [Der Anspruch auf Übernahme von Aktien und der „faire Preis“ beim erzwungenen Erwerb], in: T. YAMAMOTO (Hrsg.), *Kigyō-hō no hōri* [Prinzipien des Unternehmensrechts] 93 (*Keiō Gijyū Daigaku Shuppan-kai* 2012); S. IIDA, *Hanhi* [Anmerkung], in: *Minshō-hō Zasshi* Bd. 145 (2011) 394 ff., K. MATSUO, *Heisei 22-nendo kaisha-hō kankei jūyō hanrei no bunseki (jō)* [Analyse wichtiger Entscheidungen zum Gesellschaftsrecht des Jahres 2010 (I)], in: *Shōji Hōmu* Nr. 1942 (2011) 7; Y. KUBOTA, *Honken hanhi* [Anmerkung zur [Tekumo-Entscheidung], in: *Hanrei Hyōron* 638 (2012) 181; E. TAKAHASHI, *Kyūshū bunkatsu kaisha no kabunushi ni yoru kabushiki kaitori seikyū to kōsei na kakaku no kijun-bi – Rakuten tai TBS jiken* [Der Anspruch auf Aktienübernahme durch widersprechende Aktionäre bei absorbierenden Gesellschaftsspaltungen und der maßgebliche Zeitpunkt zur Bestimmung des „fairen Preises“ – der Fall *Rakuten* gegen TBS], in: *Kin'yū Shōji Hanrei* Nr. 1401 (2012) 10.

171 *Hanrei Jihō* Nr. 2148 (2012) 7 ff.

steigerung des Unternehmens. Dies sei mithin der „faire Preis“ im Sinne von Art. 797 GesG. Damit sei ein Verweis auf den Börsenkurs ausreichend, und es bedürfe keiner teuren und zeitaufwendigen Unternehmensbewertung durch Sachverständige.

IV. BEWERTUNG GESCHLOSSENER AKTIENGESELLSCHAFTEN

1. Deutschland

a) Allgemeines

Bei der Bewertung geschlossener Aktiengesellschaften kommt nahezu ausnahmslos die Ertragswertmethode in der Fassung des IDW S 1 2008 zur Anwendung.¹⁷² Demgegenüber spielt das *Discounted-Cash-Flow*-Verfahren (DCF-Verfahren), das nach der Konzeption des IDW S 1 2008 zu gleichen Ergebnissen führt,¹⁷³ in der Spruchpraxis bisher keine nennenswerte Rolle.¹⁷⁴ Vergleichsverfahren, etwa durch Heranziehen von Transaktionen bei vergleichbaren Unternehmen in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag, können nach einzelnen Entscheidungen zur Plausibilisierung des errechneten Ertragswerts herangezogen werden, doch weisen diese Unternehmen häufig keine hinreichende Ähnlichkeit mit dem zu bewertenden Unternehmen auf.¹⁷⁵

b) Einzelheiten der Ertragswertmethode

Bei der Schätzung der zukünftigen Erträge orientiert sich die Rechtsprechung in der Regel an den Planungen des Unternehmens: Sofern diese auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen aufbauen und nicht in sich widersprüchlich sind, dürfen sie im Spruchverfahren nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts ersetzt werden.¹⁷⁶ Die zukünftigen Erträge werden mit einem Kapitalisierungszinssatz diskontiert, der sich aus einem Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammensetzt. Der Basiszinssatz entspricht dem landesüblichen Zins für eine (quasi-)risikofreie Anlage;¹⁷⁷ hierzu wählt man inländische öffentliche Anleihen mit einer Laufzeit von 10 bis 30 Jahren.¹⁷⁸ Zur Ermittlung des Risikozuschlags zieht die obergerichtli-

172 Dazu bereits oben C.II.1.c.

173 Vgl. IDW (Fn. 4) Rn. 101.

174 Vgl. etwa OLG Karlsruhe AG 2009, 47, 49: „Nach den nachprüfbar und überzeugenden Ausführungen des Sachverständigen kommen beide Verfahren zu demselben Ergebnis, sodass es im vorliegenden Fall irrelevant ist, welches Verfahren angewandt wird.“

175 Vgl. OLG Stuttgart AG 2008, 510, 516: „Erforderlich ist, dass die Unternehmen einem vergleichbaren Risiko unterliegen, gleiche Marktpositionen aufweisen, über entsprechende Kostenstrukturen verfügen und die Transaktionspreise in zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag vereinbart werden.“

176 Vgl. OLG Stuttgart AG 2012, 839, 842; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG München WM 2009, 1848, 1849.

177 Vgl. OLG Düsseldorf AG 2012, 797, 798.

178 Dazu und zu weiteren Einzelheiten GROSSFELD (Fn. 1) Rn. 638 ff.

che Rechtsprechung im Anschluss an IDW S 1 2008 inzwischen überwiegend das *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) heran,¹⁷⁹ bei dem eine Marktrisikoprämie, die sich aus der Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer risikofreien Anlage ergibt, mit einem unternehmensspezifischen Faktor (Betafaktor) multipliziert wird. Die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie ist angesichts unterschiedlicher wirtschaftswissenschaftlicher Studien höchst umstritten; gestützt auf eine IDW-Empfehlung erachten die Gerichte derzeit eine Prämie nach Steuern von 5 bis 6 % als angemessen.¹⁸⁰ Der Betafaktor wird anhand des historischen Verlaufs der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenigen einer *Peer Group* geschätzt.¹⁸¹ Die Höhe des Wachstumsabschlags, der die Fähigkeit eines Unternehmens widerspiegelt, die Geldentwertung auf die Abnehmer zu überwälzen, wird häufig mit 1 % veranschlagt.¹⁸² Größenabhängige Risikoanpassungen für kleine und mittlere Unternehmen lehnt man hierzulande ab.¹⁸³

2. Japan

a) Bewertung nach erbschaftsteuerrechtlichen Maßstäben

aa) Grundlagen

Auch bei geschlossenen Aktiengesellschaften – nur dieser Typ der geschlossenen Gesellschaft wird hier wegen seiner dominierenden praktischen Bedeutung diskutiert¹⁸⁴ – gilt seit der Reform des Gesellschaftsrechts von 2005/2006 die Ermittlung eines „fairen Preises“ als wesentliches Ziel der Bewertung. Anders als bei börsennotierten Unternehmen steht bei ihnen unmittelbar kein Börsenkurs als Referenzwert zur Verfügung, weshalb eine Unternehmensbewertung erforderlich ist. Allerdings kann der Börsenwert vergleichbarer Unternehmen im Zuge einer solchen Bewertung unter Umständen als Vergleichsgröße herangezogen werden. Lange Zeit orientierte sich die Bewertung an erbschaftsteuerrechtlichen Maßstäben, die in der Vergangenheit großen Einfluss auf die gesellschaftsrechtliche Rechtsprechung der Instanzgerichte hatten.

Ausgangspunkt war die im „Grunderlass zur Bewertung des Erbschaftssteuervermögens“ [*Sōzokuzei zaisan hyōka ni kansuru kihon tsūtatsu*] der Obersten Finanzbehörde im Jahr 1964¹⁸⁵ festgesetzte Berechnungsformel für die „Bewertung von Aktien

179 Vgl. OLG Düsseldorf AG 2012, 797, 799.

180 Vgl. zuletzt OLG Düsseldorf AG 2012, 797, 800 mit dem Zusatz: „Eine allgemein anerkannte Höhe hat sich bislang nicht herausgebildet. Eine empirisch genaue Festlegung der Marktrisikoprämie ist daher auch nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich.“ Ebenso OLG Frankfurt AG 2012, 513, 516; OLG Stuttgart AG 2012, 839, 842 f.

181 Vgl. OLG Stuttgart AG 2012, 839, 843.

182 Vgl. etwa OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 118.

183 Dazu GROSSFELD (Fn. 1) Rn. 1274.

184 Siehe oben B.II.1.

185 Zusammenfassender Abdruck bei Y. KUBOTA, *Kabushiki hyōka no kiso* [Grundlage der Aktienbewertung], in: *Hōgaku Kyōshitsu* Nr. 362 (2010) 8.

ohne Börsenkurse“. Danach wurden die Gesellschaften in drei Kategorien unterteilt: Groß-, Mittel- und Kleinunternehmen. Für große Unternehmen wurde in der Regel der Börsenwert vergleichbarer Unternehmen als Vergleichsgröße herangezogen (Vergleichsmethode). Bei mittleren Unternehmen kamen kumulativ die Vergleichsmethode und die Rein-Vermögensmethode (*junshisan hōshiki*) zu Anwendung. Letztere orientierte sich am Liquidationswert. Bei kleinen Gesellschaften kam grundsätzlich die Rein-Vermögensmethode zum Ansatz, nach der das Vermögen der Gesellschaft nach den erbschaftsteuerrechtlichen Maßstäben errechnet wird. Etwas anderes galt für vinkulierte Aktien, wenn der Erwerber nicht zur Familie der Anteilseigner gehörte. In diesem Fall wurde auf die Dividendenmethode zurückgegriffen, nach der sich die Bewertung an dem diskontierten Dividendenfluss orientiert.¹⁸⁶

bb) Rechtsprechung

Es gibt zahlreiche ältere gerichtliche Entscheidungen, die sich an den Grundsätzen der Obersten Finanzbehörde zur Erbschaftsbesteuerung orientierten. Die Grundsatzentscheidung zur Bewertung nicht börsennotierter Unternehmen nach diesen Maßstäben stammt vom DG Osaka (Zweigstelle Sakai).¹⁸⁷ In dieser Entscheidung von 1968 ging es um den Anspruch eines widersprechenden Aktionärs auf Übernahme seiner Aktien zu einem angemessenen Preis gemäß Artt. 349 I, 204-4 II HG a.F., nachdem die Gesellschaft qua Satzungsänderungsbeschluss eine Vinkulierung eingeführt hatte. Das Distriktgericht stellte auf den Schutz des Vermögensinteresses des widersprechenden Aktionärs ab. Es betonte, dass bei einer Bewertung allen Aspekten des Falles Rechnung zu tragen sei und ging dabei von einer pluralistischen Bewertungsmethode aus, die insbesondere drei Aspekte zu berücksichtigen habe: die Höhe des Reinvermögens der Gesellschaft, deren Ertragskraft und den Verkehrswert vergleichbarer börsennotierter Gesellschaften. Diese Vorgaben sah das Gericht am besten in dem erwähnten Grunderlass zur Bewertung des Erbschaftsteuervermögens der Obersten Finanzbehörde verwirklicht und legte deshalb die erbschaftsteuerrechtlichen Maßstäbe für die Bewertung von Aktien nichtbörsennotierter Gesellschaften zugrunde. Zahlreiche spätere instanzgerichtliche Entscheidungen folgten diesem Ansatz.¹⁸⁸

186 Siehe zum Ganzen K. EGASHIRA, *Jōto seigen kabushiki no hyōka* [Die Bewertung vinkulierter Aktien], in: Egashira u. a. (Hrsg.), *Kaisha-hō hanrei hyakusen* [Einhundert ausgewählte Entscheidungen zum Gesellschaftsgesetz] (2. Aufl. Tokyo 2011) 44.

187 DG Osaka (Zweigstelle Sakai) v. 26. September 1968, in: Ka-minshū Bd. 19 (1968) 568 – *Maeda Seika*; bestätigt vom OGH v. 1. März 1973, in: Minshū Bd. 27 (1973) 161, in der es aber nicht um die hier interessierenden Fragen ging.

188 Vgl. OG Tokyo v. 19. Januar 1971, in: Ka-minshū Bd. 22 (1971) 9; DG Tokyo v. 19. April 1971, in: Ka-minshū Bd. 22 (1971) 446; OG Nagoya v. 4. Oktober 1979, in: Hanrei Jihō Nr. 949 (1980) 121; OG Tokyo v. 30. Oktober 1984, in: Hanrei Jihō Nr. 1136 (1985) 141; DG Kyoto v. 18. Mai 1987, in: Hanrei Jihō Nr. 1247 (1987) 130 sowie OG Fukuoka v. 21. Januar 1988, in: Hanrei Taimuzu Nr. 662 (1988) 207.

b) *Bewertung nach der sog. Dividendendiskontierungsmethode*

aa) *Grundlagen*

Der Rechtswissenschaftler *Kenjirō Egashira* entwickelte demgegenüber für die Bewertung nicht börsennotierter Aktien die viel beachtete Auffassung, dass im Prinzip die sog. Dividendendiskontierungsmethode [*haitō kangen hōshiki*] anzuwenden sei.¹⁸⁹ Er kritisierte die Bewertung von Aktien anhand des Grunderlasses der Obersten Finanzbehörde wegen ihrer einheitlichen Behandlung unterschiedlichster Phänomene als ein „Schießen aus der Hüfte“¹⁹⁰. Ein Grund dafür, dass die Rechtsprechungspraxis sich bedauerlicherweise zunehmend auf die Bewertung von Aktien anhand des Grunderlasses der Obersten Finanzbehörde verlassen habe, liege darin, dass die Rechtswissenschaft ihrer Pflicht nicht nachgekommen sei, den Gerichten sinnvolle Alternativen aufzuzeigen. Gesellschaften seien auf Gewinnerzielung gerichtete Körperschaften und verteilten die erzielten Gewinne im Wege der Gewinnausschüttung und ggf. der Restvermögensaufteilung an die Gesellschafter. Ferner orientiere sich der Handel mit Aktien an künftig zu erwartenden Gewinnausschüttungen. Daher sei es theoretisch richtig, Aktien nach der Dividendendiskontierungsmethode zu bewerten.¹⁹¹ Wenn jedoch der Liquidationswert größer sei als der nach dieser Methode berechnete Aktienwert, dann sei die Reinvermögensmethode [*junshisan hōshiki*] anzuwenden und der danach errechnete Wert kennzeichne die Untergrenze eines angemessenen Aktienpreises, da in einem solchen Falle die Gesellschaft sofort liquidiert werden solle.¹⁹²

bb) *Rechtsprechung*

Egashiras Lehre übte großen Einfluss auf die Gerichtspraxis aus. Eine Entscheidung des OG Osaka aus dem Jahr 1989, in der es um die Modalitäten eines Rückkaufs vinkulierter Aktien ging, griff seine Überlegungen unmittelbar auf.¹⁹³ Das Obergericht schloss sich der Auffassung an, dass Minderheitsaktionäre aus ihrer Beteiligung im Wesentlichen nur Dividendenausschüttungen als Vermögensvorteile bezögen und dass sich die Investitionsentscheidung der Publikumsanleger an der zu erwartenden Aussicht auf zukünftige Gewinnausschüttungen orientiere. Wegen der Gefahr der Manipulation der Ausschüttungen durch die Mehrheitsgesellschafter sei die Untergrenze der Bewertung jedoch der Aktienpreis, der sich aus dem Liquidationswert errechne. Das OG wandte die Dividendendiskontierungsmethode an.

189 K. EGASHIRA, *Torihiki sōba no nai kabushiki no hyōka* [Die Bewertung von Aktien ohne Börsenkurs], in: Hōgaku Kyōkai (Hrsg.), *Hōgaku kyōkai hyaku-shūnen kinen ronbun-shū dai-sankan* [Gesammelte Aufsätze zum 100-jährigen Jubiläum der Gesellschaft für Rechtswissenschaften Bd. 3] (Tokyo 1983) 445 ff.

190 EGASHIRA (Fn. 97) 15 Fn. 2.

191 EGASHIRA (Fn. 189) 452 ff.

192 EGASHIRA (Fn. 189) 470.

193 OG Osaka v. 28. März 1989, Hanrei Jihō Nr. 1324 (1989) 140 – *Duskin*.

c) *Bewertung nach Discounted Cash Flow-Verfahren*

aa) *Grundlagen*

In der Rechtswissenschaft haben mittlerweile *Discounted Cash Flow*-Verfahren, die von den Gerichten als eine Art der Ertragswertverfahren [*shūeki kangen hōshiki*] qualifiziert werden,¹⁹⁴ einen größeren Einfluss als die Dividendendiskontierungsmethode gewonnen.¹⁹⁵ Der Grund dafür liegt nach allgemeiner Ansicht darin, dass in Japan Unternehmenskäufe florieren und in diesem Zusammenhang DCF-Verfahren zur Anwendung kommen, nach denen der Barwert künftiger finanzieller Überschüsse ermittelt wird.¹⁹⁶

bb) *Rechtsprechung*

Dieser Ansatz hat neuerdings auch Eingang in die Gerichtspraxis gefunden. Eine der ersten Entscheidungen, die ein DCF-Verfahren angewandt hat, war die Entscheidung des OG Tokyo vom 24. Mai 2010, in der es um den Rückkauf von Aktien von Aktionären ging, die einem strukturändernden Beschluss der Hauptversammlung, konkret einer Geschäftsübertragung, widersprochen hatten.¹⁹⁷ Anwendbar war noch das HG in der alten Fassung. Das OG bestimmte den angemessenen Preis für den Rückkauf der Aktien im Wege des DCF-Verfahrens. Es stellte dabei darauf ab, dass die widersprechenden Minderheitsaktionäre durch die Geschäftsübertragung in eine Lage gedrängt würden, in der sie keine andere Wahl hätten, als ihre Aktien zu veräußern. Damit sei der hypothetische Wert für eine Veräußerung des Geschäfts als Ganzes für die Bewertung zugrunde zu legen, was dem Barwert der künftigen finanziellen Überschüsse entspreche. Zum Teil werden die DFC-Verfahren auch mit der Rein-Vermögensmethode¹⁹⁸ oder der Dividendendiskontierungsmethode¹⁹⁹ kombiniert.

194 DG Hiroshima v. 22. April 2009, Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 9; DG Fukuoka v. 15. Mai 2009, Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 20; kritisch zu der Qualifizierung K. EGASHIRA, *Jōto seigen kabushiki no hyōka* [Die Bewertung vinkulierter Aktien], in: Egashira u. a. (Fn. 186) 45; KANDA (Fn. 95) 112, die die DCF-Verfahren den Dividendendiskontierungsmethoden zurechnen wollen.

195 KANDA (Fn. 95) 112; EGASHIRA (Fn. 97) 15 Fn. 2

196 Dazu EGASHIRA (Fn. 194) 45; KANDA (Fn. 95) 112.

197 OG Tokyo v. 24. Mai 2010, Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1345 (2010) 12.

198 OG Fukuoka v. 15. Mai 2009, Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1320 (2009) 20.

199 DG Osaka v. 25. Januar 2013, Hanrei Jihō Nr. 2186 (2013) 93; in der Entscheidung ging es um die Feststellung des Unternehmenswertes im Zusammenhang mit der Geltendmachung von Schadensersatzansprüchen gegen Verwaltungsratsmitglieder wegen Schädigung der Gesellschaft durch den Verkauf von Aktien zu einem künstlich niedrig angesetzten Preis an eine verbundene Gesellschaft.

V. VERBUNDVORTEILE

1. Deutschland

Hinsichtlich der Berücksichtigung von Verbundvorteilen gehen die Meinungen in Deutschland nach wie vor auseinander.²⁰⁰ Unechte Verbundvorteile, die auch durch andere Zusammenschlüsse erzielt werden könnten (z.B. steuerliche Verlustvorträge), sind nach allgemeiner Meinung zu berücksichtigen.²⁰¹ Dagegen lehnten Rechtsprechung und Teile der Lehre die Beteiligung des Abfindungsberechtigten an sog. echten Verbundvorteilen ab, die sich erst aus dem konkreten Zusammenschluss ergeben, lange Zeit ab (sog. *Stand-alone-Prinzip*).²⁰² In seiner *DAT/Altana*-Entscheidung hat der BGH allerdings im Zusammenhang mit der Berücksichtigung des Börsenkurses ausgeführt, dass Verbundvorteile, die bei der Preisbildung vom Markt berücksichtigt worden seien, im Börsenpreis belassen werden müssten, weil nicht festgestellt werden könne, welche Bedeutung ihnen der Markt im Einzelnen beigemessen habe.²⁰³ Ob sich daraus eine grundlegende Änderung der höchstrichterlichen Rechtsprechung zur Behandlung von Verbundvorteilen ableiten lässt, bleibt abzuwarten.²⁰⁴ Eine vordringende Literaturmeinung spricht sich grundsätzlich für die Einbeziehung von Synergievorteilen aus (sog. *Verbundberücksichtigungsprinzip*).²⁰⁵ Solche Vorteile seien eindeutig werterhöhende Faktoren, die bei der Ermittlung der vollen Abfindung nicht unberücksichtigt bleiben könnten.²⁰⁶

2. Japan

Wie ausgeführt, bezweckte die Änderung des gesetzlichen Richtwertes für die Preisbestimmung im Jahr 2005, mit dem neu eingeführten Begriff „fairer Preis“ (*kōsei na kakaku*) auch Verbundvorteile bei der Bewertung von Aktien im Interesse der Aktionäre berücksichtigen zu können.²⁰⁷ Bei börsennotierten Gesellschaften hat der OGH in der *Tekumo*-Entscheidung von 2012 eine Orientierung am Börsenkurs für ausreichend er-

200 Eingehend zuletzt C. DECHER, *Verbundeffekte im Aktienkonzernrecht und im Recht der Unternehmensbewertung*, in: FS Hommelhoff (Köln 2012) 115; RIEGGER/GAYK (Fn. 28) Anh. § 11 SpruchG Rn. 11.

201 Vgl. BGHZ 147, 108, 119 f.; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 119.

202 Vgl. BGHZ 138, 136, 140; OLG Celle AG 1999, 128, 130; HÜFFER (Fn. 150), § 305 AktG Rn. 22.

203 So BGHZ 147, 108, 120.

204 Zurückhaltend insoweit RIEGGER/GAYK (Fn. 28) Anh. § 11 SpruchG Rn. 11 m.w.N.: „Unseres Erachtens sollte daher nach wie vor gelten, dass echte Verbundvor- oder -nachteile, die sich erst als Folge der Strukturmaßnahme ergeben, nur zu berücksichtigen sind, sofern sie in den Börsenkurs des maßgeblichen Zeitraums eingeflossen sind und der so ermittelte Börsenpreis als Wertuntergrenze bzw. eigenständige Methode maßgeblich ist.“

205 Vgl. EMMERICH/HABERSACK (Fn. 15) § 305 AktG Rn. 71; GROSSFELD (Fn. 1) Rn. 326 ff.; umfassend und rechtsvergleichend FLEISCHER (Fn. 43) 376 ff.

206 Vgl. EMMERICH/HABERSACK (Fn. 15) § 305 AktG Rn. 71.

207 Oben C.I.2.b.

achtet und dabei, um mögliche Verbundvorteile berücksichtigen zu können, als Bewertungsstichtag auf den Tag der Ausübung des Andienungsrechtes durch den Aktionär abgestellt, zu dem die Informationen über die künftige Strukturänderung und die daraus zu erwartende Verbundvorteile bereits in den Börsenkurs einfließen konnten.²⁰⁸ Deshalb erfolgt bei börsennotierten Gesellschaften in der Regel kein gesonderter Bewertungszuschlag aufgrund von Verbundvorteilen.

Allerdings gilt diese Regel nicht ohne Ausnahmen, entscheidend sind – auch insoweit – die Umstände des Einzelfalles. In der ebenfalls bereits erwähnten *Rex Holdings*-Entscheidung aus dem Jahr 2009 hat der OGH einen von dem OG Tokyo als Vorinstanz gewährten Zuschlag in Höhe von 20 % auf den als Referenzwert genommenen durchschnittlichen Börsenkurs in den sechs Monaten vor Bekanntgabe des geplanten Management Buyouts nicht beanstandet. Der Grund lag darin, dass der Erwerber in dem konkreten Fall keine ausreichenden Informationen über seine künftigen Geschäftsabsichten bekannt gemacht, sondern im Gegenteil sogar versucht hatte, den Börsenkurs durch bestimmte Maßnahmen zu drücken.²⁰⁹

Hingegen müssten Verbundvorteile bei geschlossenen Gesellschaften entsprechend der Zielsetzung des Reformgesetzgebers von 2005 gesondert berücksichtigt werden. Allerdings ist dieses Thema, soweit ersichtlich, in der wissenschaftlichen Diskussion in Japan bislang nicht aufgegriffen worden, und es gibt auch noch keine einschlägigen Gerichtsentscheidungen.

VI. BEWERTUNGSABSCHLÄGE

1. Deutschland

a) Minderheitsabschlag

Hierzulande diskutiert man Bewertungsabschläge hauptsächlich in Form von Minderheitsabschlägen, die dem fehlenden Einfluss außenstehender Aktionäre Rechnung tragen sollen. Sie werden in Rechtsprechung und Rechtslehre fast durchweg abgelehnt, weil sie gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz des § 53a AktG und das Gebot indirekter Anteilsbewertung verstoßen.²¹⁰

208 Oben C.III.2.b.dd.

209 Vgl. Sondervotum des Richters *Mutsuo Tahara*, in englischer Übersetzung wiedergegeben bei SAITO (Fn. 165) 302 f.

210 Vgl. OLG Düsseldorf AG 1973, 282, 284; KG AG 1964, 217, 219; EMMERICH/HABERSACK (Fn. 15) § 305 AktG Rn. 75; HÜFFER (Fn. 150) § 305 AktG Rn. 24; ausführlich für geschlossene Kapitalgesellschaften H. FLEISCHER, Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei geschlossenen Kapitalgesellschaften: Minderheitsabschlag, Fungibilitätsabschlag, Abschlag für Schlüsselpersonen, in: ZIP 2012, 1633, 1636 ff.

b) *Fungibilitätsabschlag*

Weniger erörtert wird bisher die Behandlung des Fungibilitätsrisikos, das sich bei nicht börsennotierten Gesellschaften aus einer erschwerten Wiederverkaufsmöglichkeit der Aktien ergibt. Einzelne Gerichtsentscheidungen wollen die erschwerte Wiederverkaufsmöglichkeit durch einen Bewertungsabschlag berücksichtigen,²¹¹ andere lehnen dies ab²¹². Für letzteres spricht, dass sich ein Fungibilitätsabschlag nicht mit dem Gebot indirekter Anteilsbewertung verträgt und dass es weder sach- noch systemgerecht wäre, außenstehende Aktionäre bei einem fremdinduzierten Ausscheiden im Gefolge eines Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags oder einer Eingliederung mit dem Wiederverkaufsrisiko zu belasten.²¹³

2. Japan

a) *Minderheitsabschlag*

In der Rechtsprechung ist die Frage eines Minderheitsabschlags, soweit ersichtlich, nur in zwei neueren Entscheidungen diskutiert worden.

Das OG Tokyo legte in seiner *Kanebō*-Entscheidung aus dem Jahr 2010 den gutachtlich im DCF-Verfahren ermittelten Wert der Aktie zugrunde und lehnte einen Minderheitsabschlag auf diesen Wert ab.²¹⁴ Das Management des ursprünglich an der Börse in Tokyo notierten Kosmetika-Herstellers *Kanebō* hatte Fälschungen der Jahresabschlüsse vorgenommen, deren Aufdeckung zum zwangsweisen Delisting im Jahr 2005 geführt hatte. Danach nahm *Kanebō* im Jahr 2006 eine Geschäftsübertragung vor. Widersprechende Aktionäre verlangten einen Rückkauf ihrer Aktien zu einem Preis, der gemäß Art. 245-2 HG a.F. dem Wert entspricht, den die Aktien hätten, wenn der Beschluss zur Geschäftsübertragung nicht gefasst worden wäre. Das OG sah einen darauf beruhenden Abfindungsanspruch als ausreichenden Ausgleich für die geschädigten Interessen der Minderheitsaktionäre an, die faktisch gezwungen waren, ihre Aktien zu verkaufen. Deshalb sei weder ein Minderheits- noch ein Fungibilitätsabschlag in Ansatz zu bringen.

Das DG Osaka entschied im Jahr 2013 in einem Streit um den angemessenen Preis für den Rückkauf vinkulierter Aktien, der nach dem Wortlaut des Art. 144 II, III GesG unter Berücksichtigung aller Umstände des Einzelfalles zu bestimmen ist, dass in einem solchen Fall kein Minderheitsabschlag anzusetzen sei.²¹⁵ Der Gutachter war zur Preisermittlung kumulativ vorgegangen und hatte zu 80 % die Ertragswertmethode und zu

211 Vgl. OLG Düsseldorf BeckRS 2006, 07149 (26. Zivilsenat).

212 Vgl. OLG Düsseldorf BeckRS 2007, 06686 (19. Zivilsenat); OLG München AG 2007, 701, 704; OLG Frankfurt AG 2010, 751, 755; OLG Frankfurt BeckRS 2012, 19324.

213 Eingehend H. FLEISCHER, Zur Behandlung des Fungibilitätsrisikos bei der Abfindung außenstehender Aktionäre (§§ 305, 320b AktG): Aktienkonzernrecht, Betriebswirtschaftslehre, Rechtsvergleichung, in: FS Hoffmann-Becking (München 2013) 331 ff.

214 OG Tokyo v. 24. Mai 2010, in: Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1345 (2010) 12 – *Kanebō*.

215 DG Osaka v. 31. Januar 2013, in: Hanrei Jihō Nr. 2185 (2013) 142.

20 % die Dividendendiskontierungsmethode angewandt, was vom Gericht als sachgerecht anerkannt wurde. Da der Unternehmenswert nach letzterer Methode ohnehin geringer ausfalle, sei es unangemessen, zusätzlich noch einen Minderheitsabschlag zu gewähren.

In der Wissenschaft wird zum Teil die Auffassung vertreten, dass grundsätzlich kein Minderheitsabschlag (wie auch kein Paketzuschlag²¹⁶) zu leisten sei.²¹⁷ Nach einer anderen Auffassung ist die Thematik unter dem Stichwort Paket- oder Herrschaftszuschlag einzuordnen und den Minderheitsaktionären ein entsprechender Zuschlag zu gewähren, wenn durch die Maßnahme, der sie widersprochen haben, einem Dritten, etwa im Rahmen eines Management Buyouts, ein entsprechender Vorteil zukomme. Ein Abschlag in den anderen Fällen sei hingegen nicht gerechtfertigt.²¹⁸

b) *Fungibilitätsabschlag*

Bei geschlossenen Gesellschaften werden Fungibilitätsabschläge in Ansatz gebracht. Nach den früher bei ihrer Bewertung angewandten erbschaftsteuerlichen Grundsätzen wurde im Rahmen der Vergleichsmethode bei großen Gesellschaften, wenn also ein Vergleich mit korrespondierenden börsennotierten Gesellschaften vorgenommen wurde, auf den so ermittelten Wert ein Abschlag in Höhe von 30 % vorgenommen. Gemäß der zuvor erwähnten Entscheidung des DG Osaka aus dem Jahr 2013 ist zwar in der Regel der 30-prozentige Abschlag berechtigt. In dem zu entscheidenden Fall handelte es sich jedoch um eine Vermögensverwaltungsgesellschaft, die über ausreichende liquide Mittel verfügte, um sich finanzieren zu können und entsprechend nicht auf eine externe Kapitalzufuhr angewiesen war. Aus diesem Grund sah das DG Osaka lediglich einen Abschlag in Höhe von 15 % auf den zum Vergleich herangezogenen Börsenkurs als sachgerecht an.²¹⁹ In der Wissenschaft scheint dieses Thema bislang nicht vertieft diskutiert worden zu sein.

216 Dazu sogleich unter C.VII.2.

217 Z. SHISHIDO, *Hikōkai kabushiki no hyōka sairon* [Nochmalige Diskussion über nicht börsennotierte Aktiengesellschaften], in: Aotake u.a. (Hrsg.), *Gendai kigyō to hō* [Moderne Unternehmen und Recht] (Nagoya 1991) 55.

218 Vgl. K. EGASHIRA, *Shihaiken puremiamu to mainoritii diskaunto* [Herrschaftsprämie und Minderheitsabschlag], in: Yoshihara/Yamamoto (Hrsg.), *Henkakuki no kigyō-hō* [Unternehmensrecht in Zeiten der Reform] (Tokyo 2011) 137; ebenso Y. KUBOTA, *Kabushiki kachi no hyōka* [Bewertung des Aktienpreises], in: Tanaka (Hrsg.), *Sūji de wakarū kaisha-hō* [Numerische Analyse des Gesellschaftsrechts] (Tokyo 2013) 38.

219 DG Osaka v. 31. Januar 2013, in: Hanrei Jihō Nr. 2185 (2013) 142.

VII. BEWERTUNGSZUSCHLÄGE

1. Deutschland

Diskutiert werden Bewertungszuschläge hierzulande vor allem bei sog. Paketzuschlägen, also bei Zuschlägen auf den Börsenkurs, die häufig außerbörslich für Aktienpakete gezahlt werden. Die h.M. lehnt ihre Berücksichtigung neben „repräsentativen“ Börsenkursen bei der Ermittlung der Barabfindung außenstehender Aktionäre ab.²²⁰ Zur Begründung wird zumeist ausgeführt, dass zwischen dem Preis einzelner Aktienpakete und dem Wert des Gesellschaftsunternehmens kein unmittelbarer Zusammenhang bestehe.²²¹ Eine vordringende Gegenansicht verweist darauf, dass es sich bei außerbörslich gezahlten Paketzuschlägen ebenso wie bei Börsenkursen um Marktpreise handle, die nicht unberücksichtigt bleiben dürften.²²² Dies zeige auch § 31 VI WpÜG, wonach Paketzuschläge sowohl bei freiwilligen als auch bei Pflichtangeboten unter gewissen Voraussetzungen den Inhabern von Aktien, die das Angebot angenommen haben, ebenfalls zugutekommen.²²³

2. Japan

In der Praxis der Unternehmensübernahmen in Japan wird bei börsennotierten Gesellschaften in der Regel für Aktienpakete, die einen beherrschenden Einfluss vermitteln, ein Zuschlag in Höhe von etwa 20 % auf den Börsenpreis gezahlt. Verschiedene Gerichtsentscheidungen orientieren sich bei der Bestimmung eines angemessenen Preises für den zwangsweisen Rückkauf von Gattungsaktien mit Gesamterwerbsklausel nach Artt. 171 ff. GesG im Zusammenhang mit MBO-Transaktionen an diesem Durchschnittswert. Gemäß Art. 172 I GesG können die von dem Rückkauf betroffenen Aktionäre eine gerichtliche Überprüfung des angebotenen Preises verlangen. Angaben zur Bestimmung dieses Preises fehlen indes im Gesetz.

Ein Beispiel bildet die Entscheidung des OG Osaka aus dem Jahr 2009, in der es ebenfalls um einen Management Buyout ging.²²⁴ Sie orientierte sich an dem durchschnittlichen Börsenkurs in den zwölf Monaten vor Bekanntgabe des Übernahmeangebots (an das sich später eine Umwandlung der Aktien in Gattungsaktien anschloss) zur Bestimmung des objektiven Wertes der Aktien, um so zunächst manipulative Versuche des Bieters, den Börsenkurs gezielt zu senken, auszublenden. Sodann stellte das Obergericht fest, dass die ausscheidenden Minderheitsaktionäre zusätzlich an einer et-

220 Vgl. BGHZ 186, 229 Rn. 31; OLG Celle AG 1999, 128, 129; OLG Düsseldorf AG 1998, 236, 237; HÜFFER (Fn. 150), § 305 AktG Rn. 21.

221 Vgl. HÜFFER (Fn. 150), § 305 AktG Rn. 21.

222 Vgl. LG Köln AG 2009, 835, 837 ff.; EMMERICH/HABERSACK (Fn. 15) § 305 AktG Rn. 50; tendenziell auch OLG Stuttgart AG 2011, 49, 52, 54.

223 Vgl. EMMERICH/HABERSACK (Fn. 15) § 305 AktG Rn. 50.

224 OG Osaka, Entscheidung v. 1. September 2009, in: Hanrei Taimuzu Nr. 1316 (2010) 219 = Kin'yū Shōji Hanrei Nr. 1326 (2009) 20 – *Sunstar*; engl. Zusammenfassung bei SAITO (Fn. 165) 307 f.

waigen Kontrollprämie zu beteiligen oder für den Verlust der Teilnahme an künftigen Gewinnsteigerungen oder auch für den Fungibilitätsverlust zu entschädigen seien. Da (auch) in diesem Fall von dem Bieter keine ausreichenden zuverlässigen Informationen bereit gestellt worden waren, nutzte das OG seinen Beurteilungsspielraum und gewährte den Minderheitsaktionären einen pauschalen Zuschlag in Höhe von 20 % des zuvor ermittelten objektiven Werts der Aktien.

Ein weiteres Beispiel ist die Entscheidung des OG Tokyo aus dem Jahr 2008, in der ebenfalls ein Zuschlag von 20 % zum Börsenkurs zugestanden wurde.²²⁵ In der *Rakuten*-Entscheidung von 2011 hat der OGH hingegen *keinen* Paketzuschlag gewährt, obwohl der klagende Aktionär *Rakuten* rund 20 % der von *TBS* ausgegebenen Aktien hielt.²²⁶ Dies zeigt den großen Beurteilungsspielraum, den die Rechtsprechung sich bei Bewertungsfragen vorbehält.

In der Wissenschaft ist die Gewährung eines Paketzuschlags umstritten.²²⁷ Zum Teil wird auf die künftigen finanziellen Gewinnmöglichkeiten abgestellt, die sich dann ergeben, wenn mit dem Rückkauf auch ein Kontrollerwerb des Unternehmens verbunden ist, und ein Zuschlag zugunsten der zum Verkauf gezwungenen Minderheitsaktionäre bejaht.²²⁸ Nach anderer Ansicht sollte der Rückkaufpreis unabhängig von derartigen Überlegungen bestimmt werden, weil der wirtschaftliche Wert der Aktien in beiden Konstellationen gleich sei.²²⁹

D. VERFAHRENSRECHTLICHE RAHMENBEDINGUNGEN

I. DEUTSCHLAND

1. Allgemeines

In Deutschland kann jeder außenstehende Aktionär die Angemessenheit der Abfindung im sog. Spruchverfahren überprüfen lassen. Dazu muss er innerhalb von drei Monaten seit dem Tag der Eintragung der Strukturmaßnahme im Handelsregister einen Antrag auf gerichtliche Entscheidung stellen und konkrete Einwendungen erheben (§ 4 SpruchG). Es besteht keine Pflicht zur Hinterlegung der Aktien; eine Anteilsveräußerung nach Antragstellung hat grundsätzlich keinen Einfluss auf das Verfahren (§ 265 II ZPO).²³⁰ Zu Gunsten des Antragsberechtigten gilt ein Verbot der *reformatio in peius* hinsichtlich der Abfindungshöhe;²³¹ außerdem treffen ihn grundsätzlich keine Gerichtskosten, sondern nur seine eigenen außergerichtlichen Kosten (§ 15 SpruchG). Zur Wah-

225 OG Tokyo v. 27. Oktober 2008, in: Shiryō-ban Shōji Hōmu Nr. 322 (2011) 74.

226 Dazu WATANABE (Fn. 164) 295.

227 Siehe SAITO (Fn. 165) 310 f.

228 EGASHIRA (Fn. 218) 137.

229 SHISHIDO (Fn. 217) 55.

230 Vgl. RIEGGER/GAYK (Fn. 28), § 3 SpruchG Rn. 7.

231 Vgl. OLG Karlsruhe NZG 2008, 791; RIEGGER/GAYK (Fn. 28) § 12 SpruchG Rn. 59 ff.

rung der Rechte nicht am Verfahren beteiligter Aktionäre bestellt das Gericht einen gemeinsamen Vertreter (§ 6 SpruchG). Die gerichtliche Entscheidung wirkt für und gegen alle, einschließlich derjenigen Aktionäre, die bereits gegen die ursprünglich angebotene Abfindung ausgeschieden sind (§ 13 Satz 2 SpruchG).

2. Verhältnis von Gericht und Sachverständigem

Hierzulande ist inzwischen nahezu einhellig anerkannt, dass die Bestimmung der angemessenen Abfindung bei gesellschaftsrechtlich geprägten Bewertungsanlässen nicht nur eine *Tat-*, sondern vorrangig eine *Rechtsfrage* darstellt.²³² Treffend resümiert das OLG Düsseldorf in einem aktuellen Beschluss:

„Die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung sowie des angemessenen Ausgleichs und die ihr zugrunde liegende Unternehmensbewertung sind in erster Linie Rechtsanwendung, bei der das Gericht allerdings sachverständiger Unterstützung durch Prüfungspraxis und Betriebswirtschaftslehre bedarf.“²³³

Dabei hat das Gericht die Aufgabe, bei der Entscheidungsfindung die maßgebenden rechtlichen Faktoren der gesetzlichen Abfindungsregelung festzustellen und anhand dieser Kriterien den zutreffenden Unternehmenswert für ein bestimmtes Abfindungsverlangen zu ermitteln.²³⁴ Tatsächlich üben jedoch die Wirtschaftsprüfer mit ihrem Standard IDW S 1 2008 einen übergroßen Einfluss auf die Spruchpraxis aus. In der Literatur mehrt sich die Kritik an der „Resignation der Gerichte“, die damit „den Wirtschaftsprüfern und ihrem Ertragswertverfahren das Feld nahezu kampflos überlassen“.²³⁵

3. Instanzenzug

Gegen die landgerichtliche Entscheidung im Spruchverfahren findet die Beschwerde statt, die eine weitere Tatsacheninstanz eröffnet (§ 12 I 1 SpruchG). Beschwerdegericht ist das zuständige OLG, das nicht an die Beweisergebnisse der ersten Instanz gebunden ist, sich aber auf die Prüfung der vorgebrachten Einwendungen beschränken kann. Gegen die zweitinstanzliche Entscheidung findet die Rechtsbeschwerde zum BGH statt, wenn das OLG sie zugelassen hat (§ 70 I FamFG).

232 Vgl. ADOLFF (Fn. 13) 4 („rechtsgeleitete Unternehmensbewertung“); FLEISCHER (Fn. 43) 375 („Normprägung der Unternehmensbewertung“); GROSSFELD (Fn. 1), Rn. 169 („Rechtsprägung“).

233 OLG Düsseldorf AG 2013, 807, 808 Rn. 29.

234 So ausdrücklich OLG München AG 2008, 461, 462; AG 2008, 37, 38; zuvor schon BayObLG AG 1996, 176, 178.

235 EMMERICH/HABERSACK (Fn. 15) § 305 AktG Rn. 41b.

4. Häufigkeit und Dauer der Verfahren

Wie bereits erwähnt, werden Spruchverfahren hierzulande sehr häufig eingeleitet.²³⁶ Dies liegt nicht zuletzt daran, dass außenstehende Aktionäre nur ein geringes Kostenrisiko tragen und sich durch das Verbot der *reformatio in peius* nur verbessern können. In vielen Fällen wird die ursprünglich angebotene Abfindung erhöht.²³⁷ Die Verfahrensdauer ist allerdings beträchtlich und sorgt immer wieder für Kritik.²³⁸ In jüngerer Zeit sah sich sogar das BVerfG unter dem Gesichtspunkt des Grundrechts auf effektiven Rechtsschutz zum Einschreiten verpflichtet: Es gab einer Verfassungsbeschwerde in einem Fall statt, in dem das Verfahren in der ersten Instanz bereits 18 Jahre dauerte und zwei Jahre lang vom Gericht nicht betrieben wurde.²³⁹

II. JAPAN

1. Allgemeines

Japan kennt kein dem deutschen Spruchverfahrensgesetz vergleichbares Spezialgesetz für das gerichtliche Verfahren zur Bestimmung der Höhe von gesellschaftsrechtlich begründeten Abfindungen. Einschlägig ist vielmehr das allgemeine Gesetz über das Verfahren in Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit (nachfolgend GFG).²⁴⁰ Ergänzend sind die Artt. 868 ff. GesG einschlägig. Das GFG wurde im Jahr 2011 mit Wirkung zum Jahr 2013 umfassend novelliert, insbesondere um das Verfahren zur Bestimmung und Überprüfung von aktienrechtlichen Abfindungen effizienter zu gestalten.²⁴¹ Das japanische Verfahren unterscheidet sich in zahlreichen Einzelheiten zum Teil erheblich von dem deutschen; beiden ist jedoch gemeinsam, dass es sich um Verfahren der freiwilligen und nicht der streitigen Gerichtsbarkeit handelt.

2. Verfahrensvoraussetzungen

Eine Regelung darüber, wer unter welchen Voraussetzungen befugt ist, eine gerichtliche Preisbestimmung oder Preisüberprüfung zu beantragen, findet sich im GesG und nicht im GFG.²⁴²

236 Vgl. oben B.I.3.

237 Dazu LORENZ (Fn. 29) 287; RIEGGER/GAYK (Fn. 28), Einl. SpruchG Rn. 64.

238 Näher RIEGGER/GAYK (Fn. 28) Einl. SpruchG Rn. 63 m.w.N.

239 Vgl. BVerfG NZG 2012, 345.

240 *Hishō jiken tetsuzuki-hō*, Gesetz Nr. 14/1898 i.d.F. des Gesetzes Nr. 51/ 2011.

241 Zur Reform O. KANEKO/S. WAKIMURA, *Shin-hishō jiken tetsuzuki-hō no gaiyō to kaisha-hō nado no seibi no kaisetsu* [Erklärung des neuen Gesetz über das Verfahren in Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit und Erläuterung des Gesellschaftsgesetzes] Shōji Hōmu Nr. 1939 (2011) 68 ff.

242 Siehe dazu auch (noch unter dem Handelsgesetz) BÄLZ (Fn. 69) 160 ff.

Geht es etwa um eine Abfindung im Zusammenhang mit einer Strukturänderung, so sind nur diejenigen Aktionäre antragsberechtigt, die der Gesellschaft ihre Ablehnung *vor* der Hauptversammlung schriftlich mitgeteilt *und* ferner *auf* derselben gegen die Beschlussvorlage gestimmt haben (Art. 785 II Nr. 1 a) GesG). Ein widersprechender Aktionär kann sich auf der Hauptversammlung vertreten lassen. Bei Aktiengesellschaften mit mehr als 1.000 Aktionären kann die Abstimmung auch schriftlich oder auf elektronischem Weg erfolgen, soweit dies in der Einladung zur Hauptversammlung vorgesehen wird (Art. 298 I Nr. 3 u. Nr. 4 GesG).

In anderen Fällen, wie etwa der Ausgabe neuer Aktien im Rahmen des genehmigten Kapitals, ist jeder Aktionär, der den Preis für unangemessenen hält, befugt, eine gerichtliche Überprüfung zu beantragen.

Für die Geltendmachung des Abfindungsanspruchs und die Verfahrenseinleitung gelten folgende Fristen: Bei einer strukturändernden Maßnahme wie etwa einer fusionierenden Verschmelzung oder einer absorbierenden Spaltung ist der Anspruch eines widersprechenden Aktionärs auf Rückkauf seiner Aktien in einem Zeitraum von 20 Tagen vor dem Wirksamwerden der Maßnahme geltend zu machen, andernfalls erlischt das Recht (Art. 785 V GesG). Wenn sich die Gesellschaft und der Aktionär auf einen Preis für den Rückkauf geeinigt haben, hat die Gesellschaft innerhalb von 60 Tagen nach dem Wirksamwerden der Maßnahme Zahlung zu leisten (786 I GesG). Mit Ausübung des Rechtes auf den Aktienrückkauf entsteht ein Kaufvertrag zwischen dem betreffenden Aktionär und der Gesellschaft.²⁴³ Auf die Zustimmung der Gesellschaft kommt es dabei nicht an.²⁴⁴ Bei Ausübung des Andienungsrechts muss der Aktionär nach wie vor im Besitz der betreffenden Aktien sein; bei einem Verkauf an Dritte erlischt das Recht.²⁴⁵ Den Aktionär trifft die Pflicht, die Aktien zu übereignen, und die Gesellschaft ist verpflichtet, dafür einen fairen Preis zu zahlen.

Haben sich die Parteien nicht innerhalb von 30 Tagen nach dem Wirksamwerden der Maßnahme auf einen Rückkaufpreis verständigen können, kann der Aktionär (oder die Gesellschaft) innerhalb von 30 Tagen nach Ablauf dieser Frist (also insgesamt maximal 60 Tagen nach dem Wirksamwerden der Maßnahme) einen Antrag auf Einleitung der gerichtlichen Preisbestimmung stellen (Art. 786 II GesG).

3. *Verhältnis von Gutachter und Gericht*

Für die Erstellung eines Bewertungsgutachtens benennt das Gericht einen Gutachter (*kantei-nin*). Art 53 I GFG verweist dafür auf Art. 213 Zivilprozessgesetz (nachfolgend

243 OGH v. 1. März 1973, in: Minshū Bd. 27 (1973) 161, 167.

244 BÄLZ (Fn. 69) 164.

245 BÄLZ (Fn. 71) 106.

ZPG),²⁴⁶ der die korrespondierende Norm für die Bestellung von Gutachtern durch das Gericht im streitigen Verfahren ist. Der Antragsteller erhält die Unterlagen und bekommt Gelegenheit zur Stellungnahme (Art. 870 II Nr. 2 GesG). Seit 2013 kann das Gericht die Vorlage von Unterlagen anordnen, um damit Grundlagen für eine Bewertung zu erhalten (Art. 53 I GFG i.V.m. Art. 219 ff. ZPG).

Zusätzlich kann das Gericht seit 2013 nach eigenem Ermessen einen Sachverständigen (*senmoni'in*), in der Regel einen Wirtschaftsprüfer, hinzuziehen (Art. 33 I GFG). Bezüglich der Bestellung dieses Sachverständigen verweist Art. 33 V GFG auf Art. 92-5 ZPG. Danach sind die Parteien dazu anzuhören, aber die Entscheidung liegt beim Gericht. Die Stellungnahme des Sachverständigen dient nur der Klärung einschlägiger erheblicher Tatsachen und Rechtsfragen durch das Gericht und ist kein Beweismittel. Das von dem Gutachter erstellte Bewertungsgutachten ist hingegen ein Beweismittel und wird entsprechend als Ergebnis der Beweisaufnahme gewürdigt.

Die Bewertung ist auch in Japan eine *rechtliche* Aufgabe. Das Gericht legt die Bewertungsmethode sowohl für geschlossene wie für börsennotierte Gesellschaften fest. Es bestimmt ferner, ob, und wenn ja in welchem Umfang, Zu- oder Abschläge auf den gutachtlich ermittelten Preis vorzunehmen sind. In der Sache entscheidet das Gericht auf der Grundlage der von den Parteien vorgelegten Gutachten, ist aber nicht an diese gebunden. Vielmehr gilt der allgemeine Grundsatz der freien Beweiswürdigung (Art. 60 GFG i.V.m. Art. 247 ZPG). Im Verfahren nach dem GFG sind die Gerichte, anders als im streitigen Verfahren, ohnehin nicht an die Anträge oder Beweisangebote der Parteien gebunden, sondern völlig frei in ihrer Beurteilung.²⁴⁷ Es besteht auch *kein* Verbot der *reformatio in peius*. Eine für den Antragsteller ungünstigere Preisbestimmung ist mithin möglich und liegt in dessen Risiko.

Die im Wege eines Beschlusses des Gerichts erfolgende Preisbestimmung entfaltet nur *inter partes* und nicht *inter omnes* Wirkung (Art. 35 I GFG). Wird als Bewertungsstichtag der Tag der Ausübung des Andienungsrechts durch den einzelnen Aktionär und damit der Börsenkurs dieses Tages zugrunde gelegt, kann die Höhe der Abfindung variieren, wenn andere widersprechende Aktionäre ihre Rechte an anderen Tagen mit abweichenden Börsenkursen geltend machen.

4. Instanzenzug

Gegen den Beschluss des Distriktgerichts als Eingangsinstanz können die Parteien Beschwerde (*sokuji kōkoku*) beim Obergericht einlegen (Art. 66 I GFG). Auch das Obergericht ist in seiner Würdigung aller Umstände des Einzelfalles frei. So hat etwa das Obergericht Tokyo in seiner *Rakuten*-Entscheidung von 2010 den Schwerpunkt seiner Be-

246 *Minji soshō-hō*, Gesetz Nr. 109/1996 i.d.F. des Gesetzes Nr. 36/2011; dt. Übers.: C. HEATH/A. PETERSEN, *Das japanische Zivilprozeßrecht* (Tübingen 2002); H. NAKAMURA/B. HUBER, *Die japanische ZPO in deutscher Sprache* (Köln 2006).

247 OGH v. 1. März 1973, in: *Minshū* Bd. 27 (1973) 61.

wertung zum Teil auf andere Tatsachen als die Vorinstanz gestützt und hat einen anderen Bewertungsstichtag zugrunde gelegt.²⁴⁸

Gegen die Entscheidung des Obergerichts ist zum einen eine besondere Beschwerde (*tokubetsu kōkoku*) zum OGH möglich, die auf verfassungsrechtliche Bedenken gestützt werden muss (Art. 75 I GFG). Gemäß Art. 76 II GFG, der auf Art. 316 ZPG verweist, kann das OG die Einlegung der Beschwerde unter bestimmten (engen) Umständen untersagen. Zum zweiten kann eine sog. Zulassungsbeschwerde (*kyōka kōkoku*) zum OGH eingelegt werden, wenn ein Widerspruch zur Rechtsprechung des OGH gerügt wird. Diesbezüglich ist die Zulassung der Beschwerde durch das Obergericht erforderlich (Art. 77 II GFG).²⁴⁹ Gegen die Untersagung bzw. Nichtzulassung der Beschwerden zum OGH durch das OG gibt es *kein* Rechtsmittel.

5. Dauer und Kosten des Verfahrens

Anders als in Deutschland scheint die Dauer der Verfahren in Japan kein Problem zu sein. Dazu mag beitragen, dass es vergleichsweise wenige Verfahren gibt, und vor allem, dass die Parteien ihre Gutachter selbst stellen, was zur Folge haben dürfte, dass ein Antrag auf gerichtliche Preisbestimmung in der Regel erst dann gestellt werden wird, wenn der Antragsteller bereits ein Bewertungsgutachten eingeholt hat. Bezüglich der in der Praxis besonders relevanten Bewertung börsennotierter Aktien kommt hinzu, dass regelmäßig der Börsenkurs ohne weitere gutachtliche Bewertung zugrunde gelegt wird und etwaige Zu- oder Abschläge von den Gerichten selbst vorgenommen werden. Mit der Reform des GFG von 2011/2013 wurde im Übrigen die Möglichkeit, Telefon- und Videokonferenzen von Gerichts wegen zu schalten, als Maßnahme zur Verfahrensbeschleunigung eingeführt (Art. 47 GFG).

Ein entscheidender Schwachpunkt der japanischen Abfindungsregelungen sind indes die Kosten eines gerichtlichen Verfahrens.²⁵⁰ Im Prinzip trägt der Antragsteller, der den Kostenvorschuss eingezahlt hat, im Zweifel also der Aktionär, gemäß Art. 26 I GFG die Verfahrenskosten. Verfahrenskosten sind lediglich die Kosten der freiwilligen Gerichtsbarkeit. Ihre eigenen Kosten für Gutachter und Rechtsanwalt hat jede Partei selbst zu tragen. Diese Kostenregelung setzt einen starken *negativen* Anreiz für gerichtliche Preisbestimmungen oder -überprüfungen.²⁵¹ Seit der Reform von 2011/2013 kann das Gericht allerdings zumindest die Verfahrenskosten ganz oder teilweise der Gegenseite (Gesellschaft) auferlegen, wenn der Antragsteller (Aktionär) einen unmittelbaren Vorteil durch die Entscheidung des Gerichts erlangt (Art. 26 II GFG).

248 OG Tokyo v. 7. Juli 2010, in: Hanrei Taimuzu Nr. 1330 (2010) 74.

249 Kritisch dazu KOH (Fn. 98) unter II.B.3.

250 HAYAKAWA (Fn. 89) 254; M. YANAGA, *Ichi jirushiku futō na gappei jōken to sashitome – songai baishō seikyū* [Besonders unfaire Verschmelzungsbedingungen und Anpassungs- und Schadensersatzanspruch], in: Kuronuma / Fujita (Fn. 161) 628 ff.

251 KOH (Fn. 98) unter II. B. 3.; BÄLZ (Fn. 71) 109 f.

E. VERGLEICHENDE GEGENÜBERSTELLUNG

Eine vergleichende Gegenüberstellung der Bewertungsregime bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und Japan lässt sowohl grundlegende Gemeinsamkeiten als auch markante Unterschiede erkennen.

I. GRUNDLEGENDE GEMEINSAMKEITEN

Die Gemeinsamkeiten beginnen mit dem gesetzlichen Ausgangsbefund: Hier wie dort finden sich im Aktiengesetz generalklauselartige und damit ausfüllungsbedürftige Bewertungsziele. Was unter einer „angemessenen Abfindung“ bzw. einem „fairen Preis“ zu verstehen ist, hat der nationale Gesetzgeber nicht näher spezifiziert, sondern den Gerichten überlassen. Diese haben im Laufe der Zeit aus dem jeweiligen Bewertungszweck rechtsverbindliche Vorgaben abgeleitet, über die sich betriebswirtschaftliche Sachverständige nicht hinwegsetzen dürfen. Damit ist der Grundsatz der Normprägung der Unternehmensbewertung heute in beiden Aktienrechtsordnungen fest verankert.

Konvergierende Entwicklungslinien zeigen sich auch hinsichtlich der bevorzugten Bewertungsmethoden. Bei geschlossenen Aktiengesellschaften gelangen überwiegend kapitalwertorientierte Verfahren zur Anwendung: Hierzulande dominiert seit den späten siebziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts die Ertragswertmethode; in Japan beginnt sich das *Discounted-Cash-Flow*-Verfahren durchzusetzen. Umgekehrt hat sich die japanische Spruchpraxis bei börsennotierten Aktiengesellschaften schon 1975 für den Börsenkurs als maßgebliches Bewertungskriterium ausgesprochen; die deutschen Gerichte hinkten hier lange Zeit hinterher, bevor das BVerfG mit seinem *DAT/Altana*-Beschluss ein Vierteljahrhundert später dafür sorgte, dass Börsenkurse bei der Abfindungsbemessung nicht unberücksichtigt bleiben dürfen.

II. VERBLEIBENDE UNTERSCHIEDE

Ungeachtet dieser Gemeinsamkeiten zeigen sich in verschiedener Hinsicht auch grundsätzliche konzeptionelle Unterschiede. Dies gilt zunächst für die nahezu ausschließliche Heranziehung des Börsenkurses bei kapitalmarktorientierten Gesellschaften in Japan. Sie scheint – wie in Italien²⁵² – von der Vorstellung auszugehen, dass es insoweit nicht um die Ermittlung des Beteiligungswerts an einem lebenden (Gesamt-)Unternehmen, sondern um eine unmittelbare Anteilsbewertung geht, welche die börsennotierte Aktie als selbständig handelbares und mit einem eigenen Marktpreis versehenes (Einzel-)Gut ansieht. Hierzulande hält die h.M. dagegen auch für börsennotierte Unternehmen an

252 Rechtsvergleichend H. FLEISCHER/M. MAUGERI, Rechtsfragen der Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und Italien, in: RIW 2013, 24, 28.

dem Grundsatz der abgeleiteten oder indirekten Anteilsbewertung fest.²⁵³ Gleichwohl mehren sich die Stimmen, die sich gegen das bewertungsrechtliche Meistbegünstigungsprinzip des BGH und für eine grundsätzliche Maßgeblichkeit des Börsenkurses aussprechen.²⁵⁴ Sie versprechen sich von einem solchen Schritt eine schnellere und kostengünstigere Ermittlung der Abfindungshöhe, eine größere Vorhersehbarkeit hinsichtlich der anfallenden Kosten und kürzere Spruchverfahren. Seine Zulässigkeit steht und fällt freilich mit den verfassungsrechtlichen Mindestanforderungen, insbesondere mit der Frage, ob die grundrechtliche Eigentumsgarantie eine Abfindung zum anteiligen Ertragswert gebietet, wenn dieser über dem Börsenkurs liegt.²⁵⁵

Ein zweiter Unterschied zeigt sich in dem Bewertungsziel: Während nach Ansicht des BGH nach wie vor der Grenzwert zu ermitteln ist, zu dem außenstehende Aktionäre ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden können, hat der japanische Reformgesetzgeber diese ursprünglich auch von der japanischen Spruchpraxis verwendete Formel durch eine andere ersetzt, die eine Beteiligung ausscheidender Aktionäre an allfälligen Verbundvorteilen ermöglichen soll. Hinter dieser vermeintlichen Einzelfrage könnte auch ein grundsätzlicher Perspektivenwechsel stehen, der den Verlust der Beteiligung nicht aus Sicht des Verkäufers, also des Minderheitsaktionärs, sondern aus jener des Käufers betrachtet und bewertet.

Bemerkenswerte Nuancierungen offenbaren sich weiterhin in der unterschiedlichen Neigung zur fallübergreifenden Verallgemeinerung: Hierzulande besteht eine Tendenz zur regelhaften Verdichtung bewertungsrechtlicher Einsichten, die sowohl durch die faktische Geltungskraft des IDW-Standards als auch durch die obergerichtliche Leitsatzbildung gefördert wird. Demgegenüber betont man in Japan stets die hohe Bedeutung des Einzelfalls für eine sachgerechte Bewertung. Art. 144 III GesG schreibt dies den Gerichten – in auffälliger Parallele zum US-amerikanischen Gesellschaftsrecht²⁵⁶ – sogar ausdrücklich vor.

253 Vgl. BGHZ 147, 108 Leitsatz 2.

254 Vgl. etwa C. DECHER, Wege zu einem praktikablen und rechtssicheren Spruchverfahren, in: FS Maier-Reimer (München 2010) 57, 69 ff.; GÄRTNER/HANDKE (Fn. 145) 248; M. TONNER, Die Maßgeblichkeit des Börsenkurses bei der Bewertung von Anteilseigentum, in: FS K. Schmidt (Köln 2009) 1581, 1589 f. sowie Verhandlungen des 68. Deutschen Juristentages (München 2008), Bd. II/1, N 104: „Für Abfindungen und entsprechende Bewertungen ist bei börsennotierten Gesellschaften im Rahmen der verfassungsmäßigen Grenzen grundsätzlich auf einen durchschnittlichen Börsenkurs abzustellen. Angenommen: 48:16:12.“

255 Zum Problem etwa P. MÜLBERT, Grundsatz- und Praxisprobleme der Einwirkungen des Art. 14 GG auf das Aktienrecht, in: FS Hopt (München 2010) 1039, 1074 f.

256 Wörtlich verlangt § 262(h) des *Delaware General Corporation Law* von den Gerichten „[to] take into account all relevant factors“.

Hervorhebung verdient ferner, dass man sich in Japan – ähnlich wie in Frankreich²⁵⁷ – jedenfalls zeitweise an steuerlichen Bewertungsvorgaben orientiert hat. Mag dies auch *faute de mieux* geschehen sein, so zeigt es doch die Bereitschaft zu einem ganzheitlichen Denken im Bewertungsrecht, das man hierzulande gelegentlich vermisst. Hinweise auf die gesetzlichen Wertfindungsmodelle in §§ 11 Abs. 1, 95 ff., 199 ff. BewG finden sich nur äußerst selten.²⁵⁸

III. NATIONALE BESONDERHEITEN

Schließlich springen im Rechtsvergleich noch einige Punkte ins Auge, die charakteristisch für das deutsche Bewertungsregime sind. Hierzu gehört zunächst die verfassungsrechtliche Überwölbung der einfachgesetzlichen Bewertungsvorschriften durch Art. 14 I GG, die in Japan und auch anderwärts gänzlich unbekannt ist. Eine zweite Besonderheit bildet der enorme Einfluss der berufsständischen IDW-Standards zur Unternehmensbewertung in Deutschland, der nicht nur in Japan, sondern wohl weltweit seinesgleichen sucht. Drittens ist ein eigenständiges Spruchverfahrensgesetz für aktienrechtliche Abfindungsansprüche international nahezu unbekannt,²⁵⁹ Ähnliches gilt für zwei seiner Teilelemente – die Rechtskrafterstreckung und das Schlechterstellungsverbot, die (nicht nur) dem japanischen Recht fremd sind. Ob und wie sich diese deutschen Sonderwege begradigen lassen, ist an anderer Stelle zu vertiefen.²⁶⁰

ZUSAMMENFASSUNG

Fragen der Unternehmensbewertung sind von großer rechtspraktischer Bedeutung. Dies gilt immer stärker auch für grenzüberschreitende gesellschaftsrechtliche Sachverhalte. Bewertungsrechtsvergleichung ist daher ein Gebot der Stunde. Sie stellt den Rechtsvergleicher allerdings vor besondere Herausforderungen, weil er neben den gesellschafts-

257 Rechtsvergleichend H. FLEISCHER/F. JAEGER, Gesellschaftsrechtliche Anteilsbewertung in Frankreich gemäß Art. 1843-4 Code civil – Eine Vorstudie zur Komparatistik im Recht der Unternehmensbewertung, in: RabelsZ 77 (2013) 693, 711 m.w.N.

258 Für eine Ausnahme E. STILZ, Unternehmensbewertung und angemessene Abfindung – Zur vorrangigen Maßgeblichkeit des Börsenkurses, in: FS Goette (München 2011) 529, 540 f. „Die dort gesetzlich geregelten Methoden wird man dann nicht übergehen müssen, wenn man der hier vertretenen Argumentation folgt, wonach es primär darum geht, vernünftige Grundlagen für eine Schätzung des Verkehrswerts zu finden.“

259 Dazu H.-W. NEYE, Die neue Richtlinie zur grenzüberschreitenden Verschmelzung von Kapitalgesellschaften, in: ZIP 2005, 1893, 1897.

260 Näher H. FLEISCHER, Unternehmensbewertung bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen: Bestandsaufnahme und Reformperspektiven im Lichte der Rechtsvergleichung, in: AG 2014 (demnächst).

rechtlichen Rahmenbedingungen auch die betriebswirtschaftlichen Grundlagen sowie die berufsständischen Standards im In- und Ausland berücksichtigen muss.

Der Beitrag unternimmt es, das Feld der normorientierten Unternehmensbewertung im deutschen und japanischen Aktienrecht zu erschließen und so einen ersten Beitrag zur „interkulturellen Unternehmensbewertung“ zu leisten. Er widmet sich zunächst den Grundlagen und Anwendungsfällen der Unternehmensbewertung in Deutschland und Japan und erläutert sodann, wie die Bewertung in beiden Ländern im Einzelnen erfolgt. Dabei geht es zunächst allgemein um die Bewertungsziele und die Bewertungsmethoden und sodann um eine differenzierende Untersuchung der Bewertung von börsennotierten und von geschlossenen Aktiengesellschaften. Besondere Beachtung finden die Frage einer Berücksichtigung von Verbundvorteilen und die Handhabung von Bewertungszu- und -abschlägen in der jeweiligen Praxis. Anschließend wird der verfahrensrechtliche Rahmen für eine gerichtliche Überprüfung der Abfindung entfaltet, die in Deutschland mit dem Spruchverfahrensgesetz auf spezialgesetzlicher Grundlage erfolgt, während in Japan das allgemeine mit Wirkung zum Jahr 2013 umfassend novellierte Gesetz über das Verfahren in Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit einschlägig ist.

Der Beitrag endet mit einer vergleichenden Gegenüberstellung der Bewertungsregime bei aktienrechtlichen Abfindungsansprüchen in Deutschland und Japan, die sowohl grundlegende Gemeinsamkeiten als auch markante Unterschiede erkennen lässt. Die Gemeinsamkeiten beginnen mit den nach japanischem wie nach deutschem Aktienrecht ausfüllungsbedürftigen Bewertungszielen. Was unter einer „angemessenen Abfindung“ bzw. einem „fairen Preis“ zu verstehen ist, haben die nationalen Gesetzgeber nicht näher spezifiziert, sondern den Gerichten überlassen. Diese haben im Laufe der Zeit aus dem jeweiligen Bewertungszweck rechtsverbindliche Vorgaben abgeleitet, über die sich betriebswirtschaftliche Sachverständige nicht hinwegsetzen dürfen. Damit ist der Grundsatz der Normprägung der Unternehmensbewertung heute in beiden Aktienrechtsordnungen fest verankert. Konvergierende Entwicklungslinien zeigen sich auch hinsichtlich der bevorzugten Bewertungsmethoden. Bei geschlossenen Aktiengesellschaften gelangen überwiegend kapitalwertorientierte Verfahren zur Anwendung. In Deutschland dominiert seit den späten siebziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts die Ertragswertmethode; in Japan beginnt sich das Discounted-Cash-Flow-Verfahren durchzusetzen. Umgekehrt hat sich die japanische Spruchpraxis bei börsennotierten Aktiengesellschaften schon 1975 für den Börsenkurs als maßgebliches Bewertungskriterium ausgesprochen; die deutschen Gerichte hinkten hier lange Zeit hinterher, bevor das BVerfG ein Vierteljahrhundert später dafür sorgte, dass Börsenkurse bei der Abfindungsbemessung nicht unberücksichtigt bleiben dürfen.

Es zeigen sich in verschiedener Hinsicht aber auch grundkonzeptionelle Unterschiede, so etwa beispielsweise bezüglich des Bewertungsziels. Während nach Ansicht des BGH nach wie vor der Grenzwert zu ermitteln ist, zu dem außenstehende Aktionäre ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden können, hat der japanische Reformgesetz-

geber diese ursprünglich auch von der japanischen Spruchpraxis verwendete Formel durch eine andere ersetzt, die eine Beteiligung ausscheidender Aktionäre an allfälligen Verbundvorteilen ermöglichen soll. Bemerkenswerte Nuancierungen offenbaren sich weiterhin in der unterschiedlichen Neigung zur fallübergreifenden Verallgemeinerung: In Deutschland besteht eine Tendenz zur regelhaften Verdichtung bewertungsrechtlicher Einsichten, während man in Japan stets die hohe Bedeutung des Einzelfalls für eine sachgerechte Bewertung betont. Dort ist ferner eine verfassungsrechtliche Überwölbung der einfachgesetzlichen Bewertungsvorschriften unbekannt, wie sie in Deutschland durch Art. 14 I GG erfolgt.

SUMMARY

Legal questions concerning company valuation are of great practical importance. This is increasingly true also in cross-border contexts. A comparative law inquiry into company valuation is accordingly a high-priority task of today. It is, however, a challenging task as it requires not only an understanding of the company law framework but also an understanding of the economic foundations and professional standards encountered at home and abroad.

The article aims to explore the field of rule-based company valuation in the light of compensation granted under German and Japanese stock corporation law. It delivers a first contribution to the art of “intercultural company valuation”. The examination commences by clarifying the foundations and identifying the main areas of company valuation in Germany and Japan. The explanation how company valuations are conducted in each of the two countries begins with an analysis of the aims and methods of valuation. A distinction is made between valuations of listed stock corporations and those of closed companies. Special attention is paid to the consideration of synergy effects and the handling of discounts and surcharges in valuations in both countries. Next comes an analysis of the different procedural regulations associated with a court review of the valuation. Whereas Germany has a special law for these purposes, the “Spruchverfahrensgesetz”, Japanese courts apply the general Law of Procedures in Non-contentious Cases as substantially amended in 2013.

The article closes with a comparative assessment of the German and Japanese approaches to company valuation in respect of compensation granted under stock corporation law. The picture that emerges portrays some distinctly common ground but also a number of remarkable differences between the two systems. In neither country has the legislator defined the central terms that the valuation is supposed to determine, respectively, “appropriate consideration” in Germany and “fair value” in Japan. This was left for the courts, which did, indeed, over time develop binding rules that economists commissioned with the task of valuation have to take into account. As result, a company valuation in Germany and Japan is today a strictly rule-based affair. Further shared features can be found in the methods of valuation in each country. In the case of closed

companies Germany has for a considerable time used a discounted-cash-flow method, and in Japan this approach is becoming increasingly popular. In the case of listed companies, Japanese as well as German courts take the stock price into consideration as a criterion for the valuation. But while the former have, since as far back as 1975, regarded the stock price as the decisive criterion, German courts only started to pay attention to the stock price after the German Constitutional Court forced them to do so some 25 years later.

Conceptual differences can be observed, inter alia, in respect of the target of a company valuation: German courts still see it as their task to determine a limiting value that will allow a shareholder to exit the company without a loss. The Japanese lawmaker, by contrast, ended that court practice with a 2005 reform introducing the concept of a fair value that includes a consideration of synergy effects. Also, while in Germany a strong tendency exists to apply general standards, Japanese courts have recurrently emphasized the importance of paying heed to the specific circumstances of each individual case. Furthermore, whereas constitutional law plays no role in Japan, it has become decisive in German practice.