

# BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE FORSCHUNG UND PRAXIS

Begründet durch Prof. Dr. Dr. h. c. mult. Wilhelm Hasenack · Fortgeführt von Prof. Dr. Günter Sieben

Herausgeber: Prof. Dr. Thomas Hering · Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke · Prof. Dr. Michael Olbrich · Prof. Dr. Lutz Richter

# BFUP

4 | 2024

Juli/August

[www.bfup.de](http://www.bfup.de)

ISSN 0340-5370  
gelistet im SSCI

## SCHWERPUNKTTHEMA

### Unternehmensbewertung

mit Beiträgen zum Thema von

**Leonhard Knoll und Tino Sekera-Terplan**

Squeeze-out by Shoot-out? – Auf der Suche nach einem „Mechanismus“ für Abfindungen von Minderheitsaktionären

**Werner Gleißner und Dietmar Ernst**

Neue Wege der Unternehmensbewertung – Der BGH-Beschluss zur Bestimmung der angemessenen Abfindung und seine Auswirkungen

**Tobias Quill**

BGH-Entscheidungen abseits des betriebswirtschaftlichen Forschungsstands: das modifizierte Ertragswertverfahren im Zugewinnausgleich – Proponenten, Argumente und betriebswirtschaftliche Würdigung

**Alexander Schmettau**

Bewertung in Produktionsnetzwerken

**Christoph Kaserer**

Der Übergang von der Detailplanungsphase zur ewigen Rente: Korrektur des Terminal Value mit vereinfachenden Modellen

## WEITERE THEMEN

**Ewald Aschauer, Alexander Hofer, Felix P. Niggemann und Georg Schneider**

Auswirkungen eines Verbots von Mehrfachmandaten auf die Wettbewerbssituation bei der Bestellung von Aufsichtsräten



nwb

# Inhaltsverzeichnis

- Beiträge zum Thema

<b>Squeeze-out by Shoot-out? – Auf der Suche nach einem „Mechanismus“ für Abfindungen von Minderheitsaktionären</b> Von Prof. Dr. Leonhard Knoll, Würzburg, und Dr. Tino Sekera-Terplan, München . . . . .	393
<b>Neue Wege der Unternehmensbewertung – Der BGH-Beschluss zur Bestimmung der angemessenen Abfindung und seine Auswirkungen</b> Von Prof. Dr. Werner Gleißner, Leinfelden-Echterdingen, und Prof. Dr. Dr. Dietmar Ernst, Nürtingen. . . . .	414
<b>BGH-Entscheidungen abseits des betriebswirtschaftlichen Forschungsstands: das modifizierte Ertragswertverfahren im Zugewinnausgleich – Proponenten, Argumente und betriebswirtschaftliche Würdigung</b> Von Dr. Tobias Quill, Köln . . . . .	432
<b>Bewertung in Produktionsnetzwerken</b> Von Dr. Alexander Schmettau, Essen . . . . .	457
<b>Der Übergang von der Detailplanungsphase zur ewigen Rente: Korrektur des Terminal Value mit vereinfachenden Modellen</b> Von Prof. Dr. Christoph Kaserer, Technische Universität München . . . . .	472

- Weitere Themen

<b>Auswirkungen eines Verbots von Mehrfachmandaten auf die Wettbewerbssituation bei der Bestellung von Aufsichtsräten</b> Von Univ.-Prof. Dr. Ewald Aschauer, Wirtschaftsuniversität Wien, Alexander Hofer, LL.B. M. Sc., Wirtschaftsuniversität Wien und Johannes Kepler Universität Linz, Dr. Felix P. Niggemann, Universität Zürich, Univ.-Prof. Dr. Dr. Georg Schneider, Universität Graz . . . . .	490
--	-----

- Buchbesprechung . . . . . 525

---

*Leonhard Knoll und Tino Sekera-Terplan*

Seite 393

*Squeeze-out by Shoot-out? – Auf der Suche nach einem „Mechanismus“ für Abfindungen von Minderheitsaktionären*

Der folgende Beitrag untersucht die Ermittlung der Abfindung von Minderheitsaktionären bei sogenannten Strukturmaßnahmen, insbesondere „Squeeze-outs“. Neben der Darstellung der aktuell dominierenden Überprüfung der Abfindung über ein zweistufiges System einschließlich möglicher Modifikationen werden alternative, teilweise an § 39a WpÜG angelehnte Verfahren vorgestellt und vor dem Hintergrund des ökonomischen „Mechanismus-Design“ diskutiert. Diese Mechanismen brauchen keine formale Bewertung, sondern beschreiben die Prozedur einer marktähnlichen Verhandlungslösung, die Effizienzgewinne gegenüber dem Status quo verspricht, sofern das heute dominierende Verfahren den Hauptaktionären nicht weiter als Alternative zur Verfügung steht.

*Squeeze-out by Shoot-out? – In search of a “mechanism” for the compensation of minority shareholders*

The following article examines the determination of compensation for minority shareholders in the case of (in particular) “squeeze-outs”. In addition to the presentation of the currently dominating review of the compensation via a two-stage system including possible modifications, alternative procedures, partly based on Section 39a WpÜG, are presented and discussed against the background of the economic “mechanism design”. These mechanisms do not require a formal evaluation but describe the procedure of a market-like negotiated solution that promises efficiency gains compared to the status quo, provided that the currently dominant procedure is no longer available to the main shareholders as an alternative.

*Werner Gleißner und Dietmar Ernst*

Seite 414

*Neue Wege der Unternehmensbewertung – Der BGH-Beschluss zur Bestimmung der angemessenen Abfindung und seine Auswirkungen*

Der Beschluss des Bundesgerichtshofs (BGH) II ZB 12/21 hat hohe Relevanz für die Unternehmensbewertung in Deutschland. Es hat klargestellt, dass oft dem Börsenkurs der Vorzug gegenüber dem berechneten Ertragswert gegeben werden kann. Es stellt sich die Frage, warum Unternehmensbewertungsgutachten, die auf dem IDW S 1 basieren, keine überzeugenden Werte liefern. Der Beitrag möchte einen Anstoß geben für mehr Offenheit in den Bewertungsmethoden, ein kritischeres Durchdenken der den Bewertungsverfahren zugrundeliegenden Annahmen und einer intensiveren Auseinandersetzung mit dem jeweiligen Bewertungsfall.

*New Ways of Company Valuation – The BGH Decision on the Determination of the Appropriate Severance Payment and its Impact*

The ruling of the Federal Court of Justice (BGH) II ZB 12/21 is highly relevant for company valuations in Germany. It has clarified that often stock market price can be given preference over calculated value. The question arises why business valuation reports, based on IDW S 1, do not provide convincing values. The article aims to provide an impetus for more openness in the valuation methods, a more critical thinking through of the assumptions underlying the valuation methods and a more intensive examination of the respective valuation case.

## *Tobias Quill*

Seite 432

*BGH-Entscheidungen abseits des betriebswirtschaftlichen Forschungsstands: das modifizierte Ertragswertverfahren im Zugewinnausgleich – Proponenten, Argumente und betriebswirtschaftliche Würdigung*

Die rechtliche Institution des Zugewinnausgleichs stellt einen Anlass dar, der die Bewertung von Unternehmen bedingen kann. Das sich hieraus ergebende juristisch-betriebswirtschaftliche Schnittstellenthema ist von hoher praktischer Relevanz und wird regelmäßig auch vom BGH diskutiert und gewürdigt. Aktuelle Diskussionen zum Thema modifiziertes Ertragswertverfahren offenbaren jedoch, dass einschlägige höchstrichterliche Rechtsprechung den betriebswirtschaftlichen Forschungsstand ignoriert.

*BGH decisions beyond the state of business research: applying the modified earnings value method for equalisation of gains – proponents, arguments, and critical economic appraisal*

The legal institution of equalisation of gains is an occasion that can require the valuation of companies. The resulting, legal-economic interface is of high practical relevance and is regularly discussed and appraised by the Federal Court of Justice (BGH). Current discussions regarding the modified earnings value method reveal, that relevant court decisions ignore the state of business research.

## *Alexander Schmettau*

Seite 457

*Bewertung in Produktionsnetzwerken*

Da sich Produktionsnetzwerke durch die kooperative Zusammenarbeit von mehreren Unternehmen auszeichnen, sind bei der Bewertung von Handlungsoptionen einige Besonderheiten zu beachten. Daher sollen im vorliegenden Beitrag Konzepte zur Bewertung von Handlungsoptionen in Produktionsnetzwerken beschrieben werden. Dabei determiniert die im Produktionsnetzwerk vorliegende Machtverteilung die konkrete Ausgestaltung der Bewertungskonzepte. Dementsprechend wird zwischen heterarchischen Produktionsnetzwerken und hierarchischen Produktionsnetzwerken mit einem fokalen Unternehmen bei homogener und heterogener Machtverteilung zwischen den übrigen Unternehmen unterschieden.

*Valuation in production networks*

Some special features have to be considered for the valuation in production networks since networks are characterized by the cooperative collaboration of several companies. Therefore, this paper introduces and describes viable concepts for the valuation in production networks. The determining factor for the concrete design of the valuation concepts is the distribution of power in the network. Accordingly, one valuation concept for heterarchical networks and two valuation concepts for hierarchical production networks are presented, the latter being differentiated with regard to the homogeneous and heterogeneous distribution of power among the companies excluding the focal company.

---

*Christoph Kaserer*

Seite 472

*Der Übergang von der Detailplanungsphase zur ewigen Rente: Korrektur des Terminal Value mit vereinfachenden Modellen*

Dieser Beitrag setzt sich mit den Wachstumsannahmen im Übergang zwischen der Detailplanungsphase und der Fortführungsphase auseinander. Es werden zwei Ansätze aus der Literatur aufgegriffen und daraus eine vereinfachende heuristische Darstellung für den Terminal Value entwickelt. Auf der Grundlage eines breiten Spektrums von Parameterkonstellationen wird dann gezeigt, dass diese Heuristik, unter der Annahme, dass das Wachstum am Ende der Detailplanungsphase höher ist als während der Fortführungsphase, zwar zu einer Überschätzung des Unternehmenswertes in der Größenordnung von 1 bis 6 % führt. Dieser Fehler ist aber wesentlich niedriger als bei einem Verzicht auf diese Korrektur. Übertragen auf die langfristige Wachstumsrate bedeutet dies, dass der Fehler bei Anwendung des üblichen Gordon-Modells vermieden werden könnte, wenn diese um 0,3 bzw. 0,1 %-Punkte nach oben korrigiert würde. Dieses Ergebnis gilt aber nicht für Fälle, bei denen das Wachstum am Ende der Detailplanungsphase niedriger ist als während der Fortführungsphase. Daher ist die Verwendung dieser Heuristik bei dieser Konstellation nicht ratsam.

*The Transition from the Detailed Planning Phase to Perpetual Growth: Correcting the Terminal Value with simplified Models*

This article is addressing the growth assumption used in corporate valuation with respect to the transition from the detailed planning phase to perpetual growth. It will discuss two approaches known from the literature and, based on this, develops a simplified approach for the correction of the terminal value. Based on a broad spectrum of parametric assumptions the article shows that by using this simplified heuristic and starting from the assumption that the growth at the end of the detailed planning phase is higher than the perpetual growth, an overestimation of the enterprise value in the magnitude of 1 to 6 percent results. This error, however, is much smaller compared to a valuation where no correction for this transition takes place. It can also be said that this error would have been avoided, if the perpetual growth rate in the Gordon growth model would have been increased by 0.1 to 0.3 percentage points. This result does not apply to cases where the growth at the end of the detailed planning phase is lower than the perpetual growth. In such a situation the heuristic developed here should not be used.

*Ewald Aschauer, Alexander Hofer, Felix P. Niggemann  
und Georg Schneider*

Seite 490

*Auswirkungen eines Verbots von Mehrfachmandaten auf die Wettbewerbssituation bei der Bestellung von Aufsichtsräten*

Dieser Beitrag analysiert unter welchen Umständen ein Verbot von Mehrfachmandaten beim Wettbewerb um die Expertise eines Aufsichtsratsmitglieds verbleibende unternehmerische Haftungsrisiken vermindern kann. Wir zeigen auf, dass Mehrfachmandate ökonomisch sinnvoll sein können, da so die Expertise der Aufsichtsrätin mehreren Unternehmen zur Verfügung steht. Eine effiziente Mandatsallokation ist bei Wettbewerb allerdings nicht immer gegeben. Ein Verbot von Mehrfachman-

daten kann in bestimmten Fällen strategische Wettbewerbsverzerrungen verhindern und die exzessive Ausübung von Mehrfachmandaten eindämmen.

### *Effects of a Ban of Multiple Board Mandates on Competition for Supervisory Board Members*

This paper analyses under which circumstances a ban of multiple board mandates may reduce remaining corporate liability risks when firms compete for the expertise of a supervisory board member. We show that allowing for multiple mandates can be beneficial from an economic perspective because it enables more than one firm to benefit from the board member's expertise. However, an efficient allocation of mandates is not always the case in a competitive environment. Under certain circumstances, banning multiple mandates may prevent strategic distortions of competition and curb the excessive exercise of multiple mandates.

**Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.**

Zertifiziert mit dem Umweltzeichen Blauer Engel.

**Versand:**  
Erfolgt GoGreen mit unserem Versandpartner – Deutsche Post



**Klimaneutral**  
Druckprodukt  
ClimatePartner.com/16605-2105-1001

Um eine gute Lesbarkeit zu gewährleisten, verwenden wir in Fachtexten in der Regel geschlechtsspezifische Personenbezeichnungen.

Selbstverständlich sind damit alle Menschen gleichermaßen gemeint.

---

**NWB Verlag GmbH & Co. KG** · AG Bochum HRA 5124 · **Geschäftsführung:** Dr. Ludger Kleyboldt, Mark Liedtke · Eschstr. 22 · 44629 Herne, Fon 02323.141-900, Fax 02323.141-123, Internet: [www.nwb.de](http://www.nwb.de). Bankverbindung: Postbank Dortmund (IBAN DE69 4401 0046 0064 0694 67, BIC PBNKDEFF). **Herausgeber:** Prof. Dr. Thomas Hering, Hagen/Westfalen; Prof. Dr. Manfred Jürgen Matschke, Greifswald; Prof. Dr. Michael Olbrich, Saarbrücken; Prof. Dr. Lutz Richter, Trier. Schriftleitung: AOR PD Dr. Christian Toll, FernUniversität in Hagen, Lehrstuhl für Betriebswirtschaftslehre, insbesondere Investitionstheorie und Unternehmensbewertung, Universitätsstr. 11, 58097 Hagen/Westfalen, Fon 02331.987-4024. **Verantwortlich für Anzeigen:** Andreas Reimann. **Anzeigenabteilung:** Patrick Schade, Fon 02323.141-387; Rica Rüthing, Fon 02323.141-179; Susanna Marazzotta, Fon 02323.141-378; Fax 02323.141-919, E-Mail: [anzeigen@nwb.de](mailto:anzeigen@nwb.de). **Anzeigenpreisliste:** Nr. 35. **Erscheinungsweise:** jährlich 6 Hefte; Jahresbezugspreis (im Voraus fällig): € 243,36 (D) zzgl. gesetzl. MwSt. (€ 260,40 (D) inkl. MwSt.); für in Ausbildung befindliche Personen (ab Vorlage der Bescheinigung) € 158,13 (D) zzgl. gesetzl. MwSt. (€ 169,20 (D) inkl. MwSt.). Die Preise verstehen sich zzgl. € 15,60 Versandkosten im Jahr (inkl. MwSt.) im Inland; zzgl. € 31,20 Versandkosten im Jahr (inkl. MwSt.) im Ausland. Kündigung: vier Wochen zum Jahresende. Die Zeitschrift und alle in ihr enthaltenen Beiträge und Abbildungen sind urheberrechtlich geschützt. Mit Ausnahme der gesetzlich zugelassenen Fälle ist eine Verwertung ohne Einwilligung des Verlages unzulässig.

Besprechungsexemplare neu erschienener Werke sind unmittelbar dem NWB Verlag einzureichen. Die Auswahl der zu rezensierenden Exemplare behält sich die Schriftleitung vor. Annahme nur von Originalaufsätzen, die ausschließlich dem Verlag zur Alleinverwertung in allen Medien (einschließlich Datenbanken) angeboten werden. Alle Manuskripte werden „doppelt blind“ begutachtet. Ein Informationsblatt mit Hinweisen für die Autoren kann bei der Schriftleitung angefordert oder unter [www.bfup.de](http://www.bfup.de) eingesehen werden.

Satz: Röser MEDIA GmbH & Co. KG, Karlsruhe  
Druck: Druckerei Hachenburg PMS GmbH, Hachenburg

**76. Jahrgang**  
**ISSN 0340-5370**