



BUNDESGERICHTSHOF

BESCHLUSS

II ZB 6/20

vom

15. September 2020

in dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen
Minderheitsaktionäre der W. AG

Nachschlagewerk: ja

BGHZ: ja

BGHR: _____ ja

AktG §§ 327a, 327b

Die angemessene Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach §§ 327a, 327b AktG kann nach dem Barwert der aufgrund eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen bestimmt werden, wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts, der Unternehmensvertrag zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt bestand und von seinem Fortbestand auszugehen war.

BGH, Beschluss vom 15. September 2020 - II ZB 6/20 - OLG Frankfurt am Main
LG Frankfurt am Main

Der II. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs hat am 15. September 2020 durch den Vorsitzenden Richter Prof. Dr. Drescher, die Richter Wöstmann, Born Dr. Bernau und V. Sander

beschlossen:

Auf die sofortigen Beschwerden der Antragsteller zu 3, 24, 25, 42, 43, 47, 48, 55, 71-74, 78-80 wird der Beschluss der 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main vom 22. Juli 2014 dahingehend abgeändert, dass die Abfindung auf 93,30 € je Stammaktie und auf 93,84 € je Vorzugsaktie festgesetzt wird.

Die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin wird zurückgewiesen.

Die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller in zweiter Instanz hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens: 7,5 Millionen €

Gründe:

I.

- 1 Die Antragsteller waren Aktionäre der W. AG. Das Grundkapital der W. AG in Höhe von 67.517.346 € war eingeteilt in 44.135.676 auf den Inhaber

lautende Stammaktien und 23.381.670 auf den Inhaber lautende stimmrechtslose Vorzugsaktien. Am 17. März 2003 schlossen die auf die Gründerfamilie zurückgehenden Aktionäre und die P.

GmbH einen Vertrag über den Erwerb von 34.235.192 Stammaktien (ca. 77,57 % der Stammaktien) der W. AG, der nach Erteilung der kartellrechtlichen Freigabe am 2. September 2003 vollzogen wurde. Am 28. April 2003 veröffentlichte die P. GmbH ein freiwilliges Übernahmeangebot an die Aktionäre der W. AG in Höhe von 92,25 € je Stammaktie und 65 € je Vorzugsaktie. Im Rahmen des am 10. September 2003 vollzogenen Übernahmeangebots erwarb die P. GmbH weitere 9.053.768 Stammaktien und 10.167.531 Vorzugsaktien.

2 Am 26. April 2004 schlossen die W. AG und die Antragsgegnerin einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, in dem eine jährliche Nettoausgleichszahlung in Höhe von 3,81 € je Stammaktie und 3,83 € je Vorzugsaktie sowie eine einheitliche Barabfindung in Höhe von 72,86 € vereinbart wurde. Die Hauptversammlung der W. AG stimmte dem Vertrag am 8. Juni 2004 zu. Der Beschluss wurde am 9. Juni 2004 ins Handelsregister eingetragen. Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main erhöhte mit rechtskräftigem Beschluss vom 28. März 2014 die jährliche Ausgleichszahlung auf 4,22 € je Stammaktie bzw. 4,24 € je Vorzugsaktie und die Barabfindung auf 88,08 € je Stammaktie bzw. 74,83 € je Vorzugsaktie.

3 Am 8. September 2005 machte die Antragsgegnerin ihre Absicht öffentlich, die Minderheitsaktionäre der W. AG auszuschließen. Der gewichtete, unbereinigte Börsenkurs der W. AG betrug drei Monate vor diesem Zeitpunkt

81,63 € für Stammaktien und 80,41 € für Vorzugsaktien. Die von der Antragsgegnerin zur Vorbereitung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gemäß § 327a AktG beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ermittelte einen anteiligen Unternehmenswert mit 58,25 € und schlug unter Bezugnahme auf den Börsenkurs gemäß § 327b AktG eine Barabfindung von 80,37 € für beide Aktiengattungen vor. Die gerichtlich bestellte Übertragungsprüferin bestätigte diese Barabfindung als angemessen.

- 4 Am 13./14. Dezember 2005 beschloss die Hauptversammlung der W. AG, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Abfindung in Höhe von 80,37 € je Stamm- und Vorzugsaktie auf die Mehrheitsaktionärin zu übertragen. Der Übertragungsbeschluss wurde am 12. Juli 2007 in das Handelsregister eingetragen.
- 5 Daraufhin haben die Antragsteller das Spruchverfahren eingeleitet, um die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Mit Beschluss vom 22. Juli 2014 hat das Landgericht die angemessene Abfindung auf 85,77 € je Stammaktie und 86,26 € je Vorzugsaktie festgesetzt. Die angemessene Abfindung werde durch den Barwert der Ausgleichszahlungen bestimmt. Dagegen haben die Antragsteller zu 3, 24, 25, 42, 43, 47, 48, 55, 71 bis 74, 78 bis 80 sowie die Antragsgegnerin sofortige Beschwerde eingelegt.
- 6 Das Oberlandesgericht (OLG Frankfurt, ZIP 2020, 810) hält die sofortigen Beschwerden für zulässig und möchte die Abfindung auf 93,30 € je Stammaktie und 93,84 € je Vorzugsaktie festsetzen. Dabei geht es davon aus, dass die Höhe der angemessenen Abfindung von dem Barwert der festen Ausgleichszahlungen als Mindestwert bestimmt werde.

7 Das Oberlandesgericht hat die Sache nach § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG a.F., § 28 Abs. 2 und 3 FGG dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorgelegt, weil entscheidungserheblich sei, ob zur Bestimmung der angemessenen Abfindung nach § 327b AktG bei Vorliegen eines Unternehmensvertrags auf den Barwert der Ausgleichszahlungen als Mindestwert abzustellen sei. Diese Frage sei umstritten und das vorliegende Oberlandesgericht beabsichtige, bei seiner Entscheidung von der Auffassung anderer Oberlandesgerichte abzuweichen.

II.

8 Aufgrund der zulässigen Vorlage hat der Senat selbst als Beschwerdegericht zu entscheiden. Die wechselseitigen Beschwerden sind zulässig. Die Beschwerden der Antragsteller zu 3, 24, 25, 42, 43, 47, 48, 55, 71 bis 74, 78 bis 80 haben auch in der Sache Erfolg. Sie führen zur Abänderung der Entscheidung des Landgerichts und zur Festsetzung der Barabfindung auf 93,30 € je Stammaktie und 93,84 € je Vorzugsaktie. Die Beschwerde der Antragsgegnerin hat in der Sache keinen Erfolg.

9 1. Die Vorlage ist zulässig.

10 a) Die Zulässigkeit der Vorlage ist nach § 28 Abs. 2 Satz 1 FGG i.V.m. § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG idF des Gesetzes vom 12. Juni 2003 (BGBl. I S. 838) zu beurteilen. Da das Spruchverfahren mit Antragsschrift vom 21. November 2007 eingeleitet wurde, richtet sich das Verfahren nach dem FGG und SpruchG in der bis zum 1. September 2009 geltenden Fassung. Nach Art. 111 Abs. 1 Satz 1 des FGG-Reformgesetzes vom 17. Dezember 2008 (BGBl. I S. 2586) finden auf Verfahren, die bis zum Inkrafttreten des FamFG am 1. September 2009

eingeleitet wurden, bis zu deren rechtskräftigem Abschluss die bis dahin geltenden Vorschriften Anwendung (BGH, Beschluss vom 1. März 2010 - II ZB 1/10, ZIP 2010, 446 Rn. 6 ff.; Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09, BGHZ 186, 229 Rn. 5 - Stollwerck; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 8 mwN).

11 b) Die Vorlage ist nach § 28 Abs. 2 Satz 1 FGG zulässig. Sie setzt voraus, dass das vorlegende Oberlandesgericht bei der Auslegung einer gesetzlichen Vorschrift von der Entscheidung eines anderen Oberlandesgerichts oder, falls über die Rechtsfrage bereits eine Entscheidung des Bundesgerichtshofs ergangen ist, von dieser abweichen will.

12 aa) Die Vorlage betrifft eine Rechtsfrage. Eine Vorlage ist nur im Falle einer Abweichung bei der Auslegung einer gesetzlichen Vorschrift, also bei einer Rechtsfrage, zulässig. Zu den Rechtsfragen zählt neben der Klarstellung des Inhalts einer Rechtsnorm auch die Subsumtion eines Tatbestandes unter das Gesetz. Erforderlich ist aber eine Abweichung in einem Rechtssatz. Die abweichende tatsächliche Würdigung eines Sachverhalts rechtfertigt die Vorlage nicht (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 10 mwN; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 11).

13 Die Vorlage betrifft die Auslegung von §§ 327a, 327b AktG, wonach die den ausgeschlossenen Aktionären für die Übertragung ihrer Aktien zu gewährende Barabfindung angemessen sein muss. Hier ist die Frage zu beantworten, ob bei beherrschten Unternehmen für die Barabfindung ausgeschlossener Minderheitsaktionäre die angemessene Abfindung gemäß § 327b AktG vom Barwert der Ausgleichszahlungen nach § 304 AktG bestimmt wird. Es ist eine Rechtsfrage, ob eine vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode oder ein innerhalb

der Bewertungsmethode gewähltes Berechnungsverfahren den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, ZIP 2016, 110 Rn. 12; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 14), wohingegen die Frage, welche der Bewertungsmethoden im Einzelfall den Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, Teil der tatsächlichen Würdigung des Sachverhalts ist und sich nach der wirtschafts- oder betriebswissenschaftlichen Bewertungstheorie und Praxis beurteilt.

14 bb) Ein Abweichungsfall liegt vor.

15 Das vorlegende Oberlandesgericht beurteilt die streitige Rechtsfrage anders als die Oberlandesgerichte Düsseldorf (ZIP 2017, 521, 525; WM 2019, 1788, 1796) und München (ZIP 2007, 375, 377) und weicht in diesem Sinn von deren Entscheidung ab. Die Oberlandesgerichte Düsseldorf und München berücksichtigen den Barwert der Ausgleichszahlungen nach vorangegangenem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht als weitere Wertuntergrenze für die anlässlich des Ausschlusses aus der Gesellschaft gemäß § 327b AktG zu gewährende Barabfindung. Die Beantwortung der Rechtsfrage ist für das vorlegende Oberlandesgericht entscheidungserheblich, weil der Barwert der Abfindung nach dessen Feststellungen höher als der Ertragswert und höher als der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenwert drei Monate vor der öffentlichen Bekanntgabe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre ist.

16 Diese Rechtsfrage ist höchstrichterlich nicht i.S.d. des vorlegenden Gerichts geklärt. Der Bundesgerichtshof hat ausdrücklich offengelassen, ob der Barwert der Ausgleichszahlungen ähnlich dem Börsenwert als Mindestwert

einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legen ist, wenn dieser den anteiligen Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre übersteigt (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 30).

- 17 2. Die wechselseitig eingelegten Beschwerden sind zulässig. Die Beschwerden der Antragsteller zu 3, 24, 25, 42, 43, 47, 48, 55, 71 bis 74, 78 bis 80 haben auch in der Sache Erfolg. Sie führen zur Abänderung der Entscheidung des Landgerichts und zur Festsetzung der Barabfindung auf 93,30 € je Stammaktie und 93,84 € je Vorzugsaktie. Die Beschwerde der Antragsgegnerin hingegen bleibt in der Sache ohne Erfolg.
- 18 a) Die angemessene Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach §§ 327a, 327b AktG kann nach dem Barwert der aufgrund eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen bestimmt werden, wenn dieser höher ist als der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts und der Unternehmensvertrag zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt bestand und von seinem Fortbestand auszugehen war.
- 19 aa) Angemessen ist die Barabfindung, wenn sie dem ausgeschlossenen Aktionär volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust seiner Unternehmensbeteiligung verschafft, die nicht unter dem Verkehrswert liegen darf (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 33; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 22; BVerfGE 100, 289, 305 f.). Das in der Aktie verkörperte Anteilseigentum (Art. 14

Abs. 1 GG) vermittelt die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs in der Gesellschaft sowie vermögensrechtliche Ansprüche (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 25; BVerfGE 100, 289, 305). In vermögensrechtlicher Hinsicht umfasst die Beteiligung die Aussicht auf Dividende und den Anteil an Vermögenssubstanz, auf den bei Auflösung und Liquidation ein Anspruch besteht (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 25; BVerfGE 14, 263, 285). Der Gleichlauf zwischen dem Wert des (einzelnen) Anteils und dem anteiligen Unternehmenswert ist auch dann gegeben, wenn ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wurde. Der Wert des Anteils des (außenstehenden) Minderheitsaktionärs hat sich durch den Unternehmensvertrag nicht vollständig vom Unternehmenswert abgekoppelt (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 24, 26 mwN).

20

Der Wert der Unternehmensbeteiligung ist vom Gericht im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 1 ZPO zu ermitteln. Bewertungsobjekt ist die Unternehmensbeteiligung des Minderheitsaktionärs und nicht das Unternehmen, wobei weder das Verfassungsrecht noch das einfache Recht eine Bewertungsmethode vorgeben (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 12; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 23; BVerfG, ZIP 2011, 171 Rn. 10). Der Wert der Unternehmensbeteiligung kann sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert, bestimmt werden. Die eine oder andere Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den "wahren" Wert abzubilden (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265

Rn. 22 f.; BVerfGE 100, 289, 307). Entscheidend ist, dass die Bewertungsmethode und das innerhalb der Bewertungsmethode gewählte Rechenverfahren den gesetzlichen Bewertungszielen, insbesondere den verfassungsrechtlichen Vorgaben, entspricht, in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 14, 33). Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, kann keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung exakt berechnen. Vielmehr kann jede Methode nur rechnerische Ergebnisse liefern, die Grundlage und Anhaltspunkt für die Schätzung des Gerichts nach § 287 Abs. 1 ZPO bilden. Die Wahl der für die Schätzung im Einzelfall geeigneten Bewertungsmethode obliegt dem Tatrichter (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 34).

21 Besteht ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, tritt die gewinnunabhängige, in der Regel fest bemessene Ausgleichszahlung nach § 304 AktG an die Stelle der sonst aus dem Bilanzgewinn auszuschüttenden Dividende und stellt wirtschaftlich nichts anderes dar als die Verzinsung der vom Aktionär geleisteten Einlage; die Entgegennahme der Ausgleichszahlung ist Fruchtziehung, während die Barabfindung gemäß § 305 AktG den Stamm des Vermögens repräsentiert, der durch die Ausgleichszahlung nicht angerührt wird (BGH, Urteil vom 16. September 2002 - II ZR 284/01, BGHZ 152, 29, 35; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 27).

22 Ob der Barwert der festen Ausgleichszahlungen, der anteilige Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode oder eine Kombination aus beiden den

Wert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet, ist eine Frage des Einzelfalls, deren Beantwortung grundsätzlich dem Tatrichter obliegt. Dabei ist die Diskontierung der festen Ausgleichszahlungen eine Methode zur Errechnung des Barwerts des Fruchtziehungsrechts, der im Rahmen der Ertragswertmethode durch Diskontierung der prognostizierten künftigen Erträge des Unternehmens ermittelt wird. Es werden jeweils die den Anteilseignern künftig zufließenden Erträge diskontiert, wobei einmal die festen Ausgleichszahlungen und einmal die prognostizierten künftigen handelsrechtlichen Erfolge die Grundlage der Schätzung bilden.

23 bb) Die Bestimmung des Anteilswerts anhand des Barwerts nach § 304 AktG kann eine geeignete Methode zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung gemäß § 327b AktG sein.

24 Es ist umstritten, ob die Höhe der angemessenen Abfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre nach § 327b AktG bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags von dem Barwert der festen Ausgleichszahlungen nach § 304 AktG als Mindestwert bestimmt wird.

25 (1) Nach einer Ansicht ist der Barwert der Ausgleichszahlungen nicht als Mindestwert der Abfindung heranzuziehen (OLG Düsseldorf, WM 2019, 1788, 1796; ZIP 2017, 521, 524 f.; ZIP 2015, 1336, 1337 f.; ZIP 2012, 1713, 1714 f.; Beschluss vom 29. Juli 2009 - I-26 W 1/08, juris Rn. 49 ff.; OLG München, ZIP 2007, 372, 377; Schnorbus in K. Schmidt/Lutter, AktG, 4. Aufl., § 327b Rn. 6; BeckOGK AktG/Singhof, Stand: 1. Juli 2020, § 327b Rn. 5; Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl., § 327b Rn. 5; Habersack in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl., § 327b AktG Rn. 9a; Drinkuth in Marsch-Barner/ Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 4. Aufl., Rn. 62.38; Popp, WPg 2006, 436, 444 f.;

Riegger, Festschrift Priester, 2007, S. 661, 672; Luttermann, EWiR 2007, 33, 34; Popp, AG 2010, 1, 8 ff.; Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß §§ 305, 327a AktG, 2013, S. 459; Bungert/Rogier, EWiR 2016, 293, 294; Singhof, DB 2016, 1185, 1186 f.; Popp, Der Konzern 2017, 224, 227 ff.; Schnorbus, ZHR 181 (2017), 902, 913 ff.; Slavik, EWiR 2017, 363, 364; Wasmann, DB 2017, 1433, 1434 ff.; Wasmann, DB 2018, 3042, 3043). Der Barwert des festen Ausgleichs sei ungeeignet, den stichtagsbezogenen "wirklichen" oder "wahren" Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln. Entgegen der von Aktionär selbst gewählten Risikolage und dem Stichtagsprinzip würden die Verhältnisse zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrags festgeschrieben. Die Ausgleichsberechtigung sei kein grundrechtlich geschütztes mitgliedschaftliches Recht, sondern ein schuldrechtlicher Anspruch gegen einen Dritten, der dem Minderheitsaktionär jederzeit entschädigungslos entzogen werden könne. Mit dem Börsenkurs sei der Barwert der Ausgleichszahlungen nicht vergleichbar, da er kein Marktpreis sei, sondern der unter der regelmäßig nicht hinreichend gesicherten Prämisse der ewigen Laufzeit des Unternehmensvertrags ermittelte Kapitalwert der künftigen Zuflüsse.

26 Nach anderer Ansicht bestimmt der Barwert der Ausgleichszahlungen den Mindestwert der Abfindung (OLG Frankfurt, ZIP 2016, 918, 920 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011 - 20 W 7/08, juris Rn. 80 ff.; AG 2010, 510, 513; MünchKommAktG/Grunewald, 5. Aufl., § 327b Rn. 13; Ziemons in Ziemons/Binnewies, Handbuch Aktiengesellschaft, 85. Lfg., Stand: Juni 2020 Rn. 13.42; Wilsing/Paul in Henssler/Strohn, GesR, 4. Aufl., § 237b AktG Rn. 4; Hölters/Müller-Michaels, AktG, 3. Aufl., § 237b Rn. 7; MünchHdbGesR IV/Austmann, 5. Aufl., § 75 Rn. 98; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., S. 34 Rn. 103; Hengeler, Festschrift Möhring, 1975, S. 198, 218 f.; Tebben, AG 2003, 600, 606 ff.; Winter, EWiR 2006, 417, 418; Leyendecker,

NZG 2010, 927 f.; Bödeker/Fink, NZG 2011, 816, 818; Goslar/Witte, EWIR 2015, 101, 102; Ruiz de Vargas/Schenk, AG 2016, 354, 358; J. Schmidt, WuB 2016, 493, 496; Schüppen, ZIP 2016, 1413, 1419; Lorenz, GWR 2016, 163; Hölken, jurisPR-InsR 10/2016 Anm. 2; Müller-Michaels, BB 2017, 498; weitergehend für alleinige Maßgeblichkeit des Barwerts der Ausgleichszahlungen vormals OLG Frankfurt, NZG 2010, 664, 665; ZIP 2014, 2439, 2440 f.; bei Verschmelzung KG, NZG 2003, 644 f.). Der Minderheitsaktionär sei für den Verlust seines Unternehmensanteils voll zu entschädigen. Da die Ausgleichszahlungen wie die Dividende Rechtsfrucht der Mitgliedschaft seien, müssten sie bei der Entschädigung als Mindestwert berücksichtigt werden.

- 27 (2) Der Barwert der Ausgleichszahlungen nach § 304 AktG ist geeignet, die Höhe der angemessenen Barabfindung zu bestimmen, wenn der Unternehmensvertrag zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt bestand und von seinem Fortbestand auszugehen war. Die Diskontierung der Ausgleichszahlungen kann im Einzelfall eine aussagekräftige und geeignete Methode zur Ermittlung des Werts des Fruchtziehungsrechts sein, der den Wert der Unternehmensbeteiligung des Minderheitsaktionärs markiert.
- 28 (a) Dass nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigen sind, schließt wegen des damit festgelegten Stichtags nicht schon dem Wortlaut nach aus, die Abfindung nach dem Barwert der Ausgleichszahlungen zu berechnen. Obwohl der Unternehmensvertrag, auf dem die Ausgleichszahlungen beruhen, zu einem früheren Zeitpunkt abgeschlossen worden ist, gehört er gleichwohl zu den Verhältnissen der Gesellschaft im nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt

der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre, wenn er zu diesem Zeitpunkt noch Bestand hat und von seinem Fortbestand auszugehen ist (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 525). Denn der zum Zeitpunkt des Beschlusses über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre bestehende Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bestimmt bei anzunehmendem Fortbestand des Vertrags auch darüber hinaus die Erträge des Aktionärs und kann deshalb zu den zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Bewertungsstichtag zu berücksichtigenden Gesichtspunkten gehören. Im Übrigen ist als Ausgleichszahlung gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens der Betrag zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil an die Aktionäre verteilt werden könnte, so dass die Bemessung der Ausgleichszahlungen nach § 304 AktG gleichfalls am Wert des Unternehmens unter Berücksichtigung seiner zukünftigen Entwicklung orientiert ist (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 20 mwN).

29 (b) Der feste Ausgleichsanspruch gemäß § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG tritt an die Stelle der aus dem Bilanzgewinn auszuschüttenden Dividende und bildet das in der Aktie verkörperte Anteilseigentum (Art. 14 Abs. 1 GG), welches die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs in der Gesellschaft sowie vermögensrechtliche Ansprüche vermittelt (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 25; BVerfGE 100, 289, 305), nur teilweise ab. In vermögensrechtlicher Hinsicht umfasst die Beteiligung die Aussicht auf Dividende und den Anteil an Vermögenssubstanz, auf den bei Auflösung und Liquidation ein Anspruch besteht (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 25; BVerfGE 14, 263, 285). Der Gleichlauf zwischen dem Wert des einzelnen Anteils und dem anteiligen Unternehmenswert ist auch dann gegeben, wenn ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

geschlossen wurde. Der Wert des Anteils des außenstehenden Minderheitsaktionärs hat sich durch den Unternehmensvertrag nicht vollständig vom Unternehmenswert abgekoppelt (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 24, 26 mwN).

30 Aus Sicht des ausgeschlossenen Minderheitsaktionärs bestimmen sich der Wert seiner Unternehmensbeteiligung und damit die Angemessenheit der Abfindung andererseits primär durch die Erträge, die er ohne Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär zukünftig tatsächlich erhalten hätte. Während der Laufzeit des Unternehmensvertrags sind das die Ausgleichszahlungen nach § 304 AktG, weshalb deren Wert bei der Barabfindung abzubilden ist. Die Diskontierung der Ausgleichszahlungen kann eine aussagekräftige und geeignete Methode sein, um den Wert des Fruchtziehungsrechts der Minderheitsaktionäre zu ermitteln. Es wäre mit dem Postulat der Angemessenheit schwerlich zu vereinbaren, wenn dem Mehrheitsaktionär der Wert der Ausgleichszahlungen anwüchse, die er infolge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre erspart. Es entstünde beim Mehrheitsaktionär, in dessen alleinigem Interesse der Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgt, eine Bereicherung, für die es keinen sachlichen Grund gibt.

31 (c) Der Berücksichtigung des Barwerts bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung steht nicht entgegen, dass der Ausgleichsanspruch kein wertpapiermäßig in der Aktie verkörpertes Mitgliedschaftsrecht ist, sondern ein schuldrechtlicher Anspruch gegen das herrschende Unternehmen auf Grundlage des Unternehmensvertrags (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 525 f.). Zwar geht der Ausgleichsanspruch mangels Verbriefung nicht infolge rechtsgeschäftlicher Übertragung der Aktie auf den Erwerber über. Der Minderheitsaktionär verliert jedoch infolge der Übertragung der Aktie seine Stellung als außenstehender

Aktionär und damit den Anspruch auf die Garantiedividende, der beim Erwerber der Aktie, soweit dieser außenstehender Aktionär ist, originär entsteht (BGH, Urteil vom 8. Mai 2006 - II ZR 27/05, BGHZ 167, 299 Rn. 17 ff.). Der Verlust dieser Vermögensposition, der infolge des Ausschlusses des Minderheitsaktionärs unmittelbar eintritt, ist aufgrund der verfassungsrechtlichen Vorgabe der vollen wirtschaftlichen Kompensation für den Verlust der Unternehmensbeteiligung (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 33; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 22; BVerfGE 100, 289, 305 f.) in der Abfindung des Minderheitsaktionärs abzubilden. Da der Ausgleichsanspruch aus § 304 AktG nur die Aussicht auf die Dividende ersetzt, nicht aber den Anteil an Vermögenssubstanz, auf den bei Auflösung und Liquidation ein Anspruch bestünde, der ebenfalls Teil der in der Aktie verkörperten von Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Vermögensrechte ist, stellt dessen Barwert regelmäßig nur den Mindestwert der Abfindung dar.

- 32 (d) Der Ausgleichszahlung kann nicht die verfassungsrechtliche Schutzbedürftigkeit abgesprochen, weil sie dem Aktionär durch Beendigung des Unternehmensvertrags kompensationslos entzogen werden könnte (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 525 f.). Dem Minderheitsaktionär kann der Anspruch auf die feste Ausgleichszahlung nicht entschädigungslos entzogen werden, da bei Beendigung des Unternehmensvertrags an seine Stelle wieder der Anspruch auf die unsichere Dividende tritt. Das verfassungsrechtlich geschützte Vermögensrecht des Minderheitsaktionärs ist das Fruchtziehungsrecht sowohl in Gestalt der aus dem Bilanzgewinn auszuschüttenden Dividende als auch in Gestalt der vertraglich zugesagten Ausgleichszahlungen während des Bestands eines Unternehmensvertrags. Etwas anderes folgt auch nicht daraus, dass die Dividende durch die abhängige Aktiengesellschaft und die Ausgleichszahlung vom

beherrschenden Unternehmen geschuldet wird. Denn es ist auf das verfassungsrechtlich geschützte Vermögensrecht des Minderheitsaktionärs und nicht den Schuldner der jeweiligen Zahlung abzustellen. Ebenso wenig lässt sich einwenden, dass wegfallende Dividendenzahlungen nicht neben dem Wert des Unternehmens und dem Börsenkurs zur Wertermittlung als Untergrenze herangezogen werden, wenn kein Gewinnabführungsvertrag besteht (so aber OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 526). Die Situation einer unsicheren Dividendenzahlung ist nicht vergleichbar mit dem nach § 304 Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 Satz 1 AktG dem Minderheitsaktionär fest zugesicherten Betrag.

33

(e) Der Unternehmensanteilswertermittlung durch Diskontierung der Ausgleichszahlungen bei Barabfindung steht weiter nicht entgegen, dass die Ausgleichsberechtigung keine auf ewig sichere garantierte Rendite, sondern ihrer Natur nach vorübergehend ist (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 524). Schwierigkeiten bei der Prognose der Laufzeit des Unternehmensvertrags und die daraus resultierenden Unwägbarkeiten der Wertberechnung sind keine Besonderheiten des kapitalisierten Ausgleichs. Jede Unternehmenswertermittlung beruht zu einem Großteil auf unsicheren Prognosen, Annahmen und Schätzungen. Erforderlich ist im Einzelfall eine Prognose der Laufzeit zum Bewertungsstichtag unter Abstraktion der konkreten Strukturmaßnahme. Bei dieser Prognose ist zu berücksichtigen, ob der Unternehmensvertrag nur zeitlich befristet oder auf unbestimmte Zeit abgeschlossen ist, ob, wann und durch wen er kündbar ist und schließlich, ob und wann mit Blick auf die wirtschaftlichen Interessen der Beteiligten eine Kündigung zu erwarten gewesen wäre. Wenn die konkrete Unternehmensplanung keine Anhaltspunkte für eine Vertragsbeendigung bietet, kann die ewige Laufzeit des Unternehmensvertrags anzunehmen sein. Die ewige Laufzeit des Unternehmensvertrags ist zwar eine stark vereinfachte Annahme. Verein-

fachte Annahmen dieser Art prägen aber die Unternehmensbewertung insgesamt. Auch bei der Ertragswertmethode nach dem IDW S1 2008 wird die Prognose der künftigen Erträge nur für einen kurzen Zeitraum von drei bis fünf Jahren auf die konkrete Unternehmensplanung und danach auf stark vereinfachte Annahmen gestützt. Das Risiko der Vertragsbeendigung ist - wie andere aus der Organisationsstruktur der Gesellschaft resultierenden Risiken auch - im Rahmen des Risikozuschlags für die Gesellschaft bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes abzubilden. Im Übrigen muss die Laufzeit des Unternehmensvertrags auch bei der Wertermittlung nach der Ertragswertmethode prognostiziert werden, etwa um die künftige Ausschüttungsquote, die während der Dauer des Unternehmensvertrags 100 % betragen wird, schätzen zu können.

34 (f) Die Ausgleichszahlungen sind auch nicht generell ungeeignet, den Wert der Unternehmensbeteiligung abzubilden (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 523 f.; OLG München, ZIP 2007, 375, 376 f.). Nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss sich die Ausgleichszahlung an der bisherigen Ertragslage und den künftigen Ertragsaussichten der Gesellschaft orientieren. Die Festlegung der Ausgleichszahlungen erfolgt zwar naturgemäß zu einem früheren Zeitpunkt als dem für die Abfindung nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Stichtag. Das Stichtagsprinzip steht einer Berechnung der Abfindung nach dem Barwert der Ausgleichszahlungen aber nicht entgegen. Die Ausgleichszahlungen gehören zu den Verhältnissen der Gesellschaft im maßgeblichen Zeitpunkt, wenn der Unternehmensvertrag zu diesem Zeitpunkt Bestand hat und von seinem Fortbestand auszugehen ist (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 20).

35 (g) Durch die Berücksichtigung der Ausgleichszahlungen wird dem Minderheitsaktionär auch nicht unangemessen das Risiko des Wertverlusts seiner

Unternehmensbeteiligung abgenommen bzw. der Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Abschlusses des Unternehmensvertrags festgeschrieben (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 525; OLG München, ZIP 2007, 375, 377). Ein Minderheitsaktionär, der sich infolge seiner Entscheidung, die Unternehmensbeteiligung an dem beherrschten Unternehmen zu halten, die Chance auf eine Werterhöhung des Unternehmens erhält, trägt als Kehrseite auch das Risiko, nach der Beendigung des Unternehmensvertrags an einem ausgezehrten Unternehmen beteiligt zu sein (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 27). Dieses Risiko der Bleibeentscheidung des Minderheitsaktionärs realisiert sich durch seinen Ausschluss aus der Gesellschaft aber nicht, da die Übertragung der Aktien auf das herrschende Unternehmen den Unternehmensvertrag nicht beendet (BGH, Urteil vom 19. April 2011 - II ZR 237/09, BGHZ 189, 261 Rn. 18; Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 29). Die Minderheitsaktionäre verlieren infolge ihres Ausschlusses nach § 327a AktG den Anspruch auf Ausgleichszahlungen, weil sie ihre Stellung als Minderheitsaktionäre verlieren, wohingegen der Mehrheitsaktionär genau diesen Betrag erspart. Vor dem Hintergrund des verfassungsrechtlichen Gebots des "vollen" Ausgleichs erfordert eine angemessene Abfindung, dass die Minderheitsaktionäre mindestens den Betrag erhalten, den der Mehrheitsaktionär erspart. Das Risiko der Vertragsbeendigung, das der Minderheitsaktionär infolge seiner Entscheidung nach dem Gewinnabführungsvertrag in der Gesellschaft zu verbleiben trägt, wird ihm nicht abgenommen, sondern in dem Risikozuschlag für die Gesellschaft abgebildet und mindert entsprechend der konkreten Risikoprognose die Zahlungsströme.

36

(h) Die Unterschiede zwischen dem Börsenwert, der regelmäßig Untergrenze der Abfindung ist, und dem Barwert der Ausgleichszahlungen, schließen ebenfalls nicht aus, den Barwert der Ausgleichszahlungen bei der Bestimmung

der angemessenen Abfindung zu berücksichtigen (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 525; OLG München, ZIP 2007, 375, 376). Der Börsenkurs bildet eine Untergrenze, weil er - jedenfalls in einem funktionierenden Markt - den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt, also den Preis, den der Minderheitsaktionär im Falle einer Deinvestitionsentscheidung, die ihm durch seinen Ausschluss aus der Gesellschaft unmöglich wird, auf dem Markt hätte realisieren können. Der Barwert der Ausgleichszahlungen ist zwar anders als der Börsenkurs kein durch Angebot und Nachfrage gebildeter Preis der Unternehmensbeteiligung, hat aber Einfluss auf diesen. Denn der Barwert der Ausgleichszahlung sichert dem Minderheitsaktionär die regelmäßig feste Ausgleichszahlung während der Laufzeit des Vertrags, § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG. Auf einem funktionierenden Markt wird die Höhe der Ausgleichszahlung bzw. deren Barwert den Preis der Aktie bestimmen, wenn sie die prognostizierten künftigen Erträge bzw. den anteiligen Ertragswert übersteigt. Insofern bestimmt der Barwert der Ausgleichszahlungen die Höhe der Barabfindung, wenn er den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung zutreffend abbildet (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 30). Ob er den Verkehrswert zutreffend abbildet, ist eine Frage des Einzelfalls, bei deren Beantwortung zu berücksichtigen ist, dass ein Unternehmensvertrag, der erheblich über dem Ertragswert liegende Ausgleichszahlungen gewährt, nicht dauerhaft von Bestand sein wird. Für die voraussichtliche Dauer des Unternehmensvertrags ist der Wert der Beteiligung mindestens der Barwert der dem Minderheitsaktionär im Rahmen des Unternehmensvertrags vertraglich zugesagten festen Ausgleichszahlungen, auch wenn dieser Wert den auf Grundlage der prognostizierten zukünftigen Erträge ermittelten anteiligen Ertragswert übersteigt.

- 37 (i) Der Berücksichtigung der Ausgleichszahlungen stehen schließlich mögliche Verzögerungen des Spruchverfahrens, weil dieses unter Umständen

bis zum rechtskräftigen Abschluss des die Angemessenheit des Ausgleichsanspruchs betreffenden Spruchverfahrens gemäß § 148 ZPO auszusetzen sein kann, nicht entgegen (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 525). Dieses Argument kann ohnehin nur bei einer gewissen zeitlichen Nähe zwischen dem Unternehmensvertrag und der Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär Bedeutung erlangen. Auch etwaige Bewertungsschwierigkeiten bei anderen Strukturmaßnahmen, wie etwa einer Verschmelzung mit mehreren Verschmelzungspartnern, stehen der Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlungen jedenfalls beim Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327a AktG nicht entgegen (aA OLG Düsseldorf, ZIP 2017, 521, 525).

38 b) Dies zugrunde gelegt, ermittelt sich die angemessene Abfindung vorliegend aus dem Barwert der Ausgleichszahlungen. Dieser beträgt 93,30 € je Stammaktie und 93,84 € je Vorzugsaktie und übersteigt damit den anteiligen Ertragswert und den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenwert drei Monate vor der öffentlichen Bekanntgabe des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre. Unter Berücksichtigung der weiteren Umstände führt das Abstellen auf den Barwert zu einer angemessenen Abfindung.

39 Der Unternehmensvertrag wurde am 26. April 2004 für fünf Jahre fest geschlossen und damit gut anderthalb Jahre vor dem für die Barabfindung maßgeblichen Zeitpunkt der Entscheidung der Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre am 13./14. Dezember 2005. Während der fünfjährigen festen Vertragslaufzeit konnte die Antragsgegnerin sich ihren Pflichten zur Ausgleichszahlung nicht durch Beendigung des Unternehmensvertrags entziehen. Umgekehrt durften sich die Minderheitsaktionäre, die nach Abschluss des Unternehmensvertrags in der Gesellschaft verblieben sind, für die feste Vertragslaufzeit von fünf Jahren auf den Erhalt der Ausgleichszahlungen verlassen.

Der Zeitraum der sicheren Ausgleichszahlungen war zum maßgeblichen Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre länger als der Zeitraum der konkreten Unternehmensplanungen der Antragsgegnerin. Die Detailplanungsphase der Antragsgegnerin umfasste nach deren weltweit einheitlichen Planungs- und Controllingsystem nur zwei Jahre, weshalb eine darüberhinausgehende Planung für die W. AG nicht existierte. Infolgedessen ist eine zum Zweck der Ertragswertermittlung über diesen Zeitraum hinaus fortgeschriebene Planungsrechnung keine bessere Schätzgrundlage zur Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung als die festen Ausgleichszahlungen.

40 Für die Berechnung der Höhe des Barwerts der Ausgleichszahlungen schließt sich der Senat den Ausführungen des Oberlandesgerichts an, gegen die die Antragsgegnerin im weiteren Verfahren keine durchgreifenden Einwände vorgebracht hat.

41 3. Die Kostenentscheidung hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren beruht auf § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. Der Geschäftswert ist nach § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F. auf 7,5 Millionen € festzusetzen.

Drescher

Wöstmann

Born

Bernau

V. Sander

Vorinstanzen:

LG Frankfurt am Main, Entscheidung vom 22.07.2014 - 3-5 O 277/07 -

OLG Frankfurt am Main, Entscheidung vom 20.11.2019 - 21 W 77/14 -