Oberlandesgericht Düsseldorf, I-26 W 2/16 [AktE]

Datum:	15.11.2016
Gericht:	Oberlandesgericht Düsseldorf
Spruchkörper:	26. Zivilsenat
Entscheidungsart:	Beschluss
Aktenzeichen:	I-26 W 2/16 [AktE]
ECLI:	ECLI:DE:OLGD:2016:1115.I26W2.16AKTE.00

Vorinstanz: Landgericht Köln, 82 O 99/03

Leitsätze:

§§ 22 Abs. 1 FGG, 17 Abs. 1 SpruchG

§§ 327a, 327b AktG

Leitsätze:

Die Höhe der angemessenen Barabfindung richtet sich - auch in den Fällen, in denen ein Squeeze-out einem (Beherrschungs- und) Gewinnabführungsvertrag nachfolgt - grundsätzlich nach dem Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Squeeze-out-Beschlusses.

Die Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlungen nach dem vorangegangenen Unternehmensvertrag ist schon im Ansatz ungeeignet, den stichtagsbezogenen „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums widerzuspiegeln. Dies gilt grundsätzlich auch dann, wenn die kapitalisierte Ausgleichszahlung zu einem höheren Wert führen würde.

Der kapitalisierte Ausgleich ist auch nicht ähnlich dem Börsenwert als (weitere) Wertuntergrenze zu berücksichtigen.

Rechtskraft: rechtskräftig

Tenor:

Die sofortige Beschwerde der Antragstellerin zu 8) vom 06.10.2015 gegen den Beschluss der 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln vom 07.08.2015 – 82 O 99/03 – wird verworfen, soweit sie sich gegen die Antragsgegnerin zu 1) richtet; das weitergehende Rechtsmittel wird zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters trägt die Antragsgegnerin zu 2). Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe: 1

I. 2

Die Antragsgegnerinnen gehören der 1825 gegründeten C1-Versicherungsgruppe an, die nach der Übernahme einer Mehrheitsbeteiligung durch die D. S.p.A., U., im Jahre 1998 zunächst als B. H. Holding AG firmierte und 2009 in H. Deutschland Holding AG umbenannt wurde. Die Unternehmen der Gruppe sind spezialisiert auf Erstversicherung und Finanzdienstleistungen im deutschen Privatkunden- und Gewerbegeschäft. Die Antragstellerin zu 8) war Aktionärin der Antragsgegnerin zu 1), der C. Versicherung AG (C.), die seit 2005 als C1 AG firmiert. Diese war ein Schaden- und Unfallversicherer gewerblicher und industrieller Risiken. Als Privatversicherer war sie im gehobenen Preissegment tätig. Zudem war sie an zahlreichen Unternehmen der C1-Gruppe beteiligt und gemäß § 18 S. 1 AktG mit der Antragsgegnerin zu 2) (B.) und deren Konzerntöchtern verbunden. Die B. übte die Holdingfunktion in der B.-Gruppe aus. 3

Im Jahr 1997 wurde die C. Konzernrückversicherung AG auf die B. verschmolzen. Im selben Jahr schloss diese mit allen wesentlichen Konzerngesellschaften Beherrschungsverträge, um die Konzernstruktur angesichts des erhöhten Wettbewerbsdrucks nach der Vollendung des Binnenmarkts für Versicherungen in der EU zu festigen, so auch am 30.06.1997 mit der C. Die Angemessenheit der in diesem Beherrschungsvertrag festgesetzten Kompensationen war Gegenstand eines durch Senatsbeschluss vom 19.12.2013 - I-26 W 9/08 (AktE) (juris) - entschiedenen Verfahrens. 4

Seit Oktober 2001 bestand zwischen der C. und der als Zwischenholding gegründeten – und im Jahr 2002 auf die B. verschmolzenen - C D GmbH mit Sitz in Aachen als Obergesellschaft ein Gewinnabführungsvertrag, dem die Hauptversammlung der C. im Dezember 2001 zustimmte. Der Vertrag sah für die außenstehenden Aktionäre der C. eine jährliche Ausgleichszahlung von 23,60 € pro Stückaktie und zunächst das Angebot einer Barabfindung von **352 €** je Stückaktie vor; diese hat die 2. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Köln in dem gesonderten Spruchverfahren 82 O 75/03 LG Köln mit Beschluss vom 28.06.2012 auf **485,73 €** je Stückaktie erhöht. Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs hat die Kammer zurückgewiesen, weil die vertraglich vorgesehene Ausgleichszahlung angemessen sei. Der Senat hat die dagegen gerichteten, wechselseitig eingelegten Beschwerden der Antragsgegnerin und einzelner Antragsteller 5

durch Beschluss vom 20.10.2014 – I-26 W 6/13 (AktE) – zurückgewiesen. Wegen eines weiteren, zwischen der C D GmbH und der C. Lebensversicherung AG geschlossenen Gewinnabführungsvertrags war bei dem Senat ebenfalls ein Beschwerdeverfahren - zu dem Aktenzeichen I-26 W 24/12 (AktE) - anhängig, das durch Beschluss vom 25.08.2014 (juris) entschieden wurde.

In einer ad-hoc-Mitteilung vom 08.04.2002 gab die B. ihre Absicht bekannt, die Aktien der Minderheitsaktionäre der C. gegen Gewährung einer Barabfindung von **352 €** auf sich übertragen lassen zu wollen (sog. Squeeze-out); dem stimmte deren Hauptversammlung durch Beschluss vom 25.06.2002 zu. Das Grundkapital der C. betrug zu diesem Zeitpunkt 136.463.895,94 € und war in 4.042.656 vinkulierte Namensaktien eingeteilt, die an den Wertpapierbörsen Düsseldorf, Berlin, Frankfurt am Main, Hamburg, München und Stuttgart gehandelt wurden. Hauptaktionärin war die B. mit einer direkten und indirekten Beteiligung am Grundkapital von insgesamt 98,71 %. Die restlichen 1,29 % (51.958 Aktien) befanden sich im Streubesitz. Der Übertragungsbeschluss wurde am 02.08.2002 in das Handelsregister eingetragen und am 07.09.2002 im Bundesanzeiger bekannt gemacht. 6

Der Übertragungsbeschluss sieht – entsprechend der ad-hoc-Mitteilung - eine Barabfindung mit **352 €** je Stückaktie vor. Auf diesen Betrag hat die B. die Barabfindung festgelegt, weil die Minderheitsaktionäre nach ihrer Auffassung nicht schlechter gestellt werden sollten als die Aktionäre, die das Abfindungsangebot nach dem Gewinnabführungsvertrag angenommen hatten (Übertragungsbericht S. 75). Die von der B. beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft L. hatte die Barabfindung nach dem durchschnittlichen gewichteten Börsenkurs in dem Referenzzeitraum vom 07.01.2002 bis zum 05.04.2002 – drei Monate vor Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme – als Wertuntergrenze ermittelt; dabei haben die Bewertungsgutachter von dem für diesen Referenzzeitraum zunächst ermittelten Durchschnittsbörsenkurs (**360,86 €**) den Ausgleichsbetrag von 23,60 € für das Geschäftsjahr 2001 in Abzug gebracht und daraus resultierend einen „bereinigten“ Durchschnittsbörsenkurs von **337,26 €** errechnet. Der rechnerische Wert je Stückaktie bei einer Unternehmensbewertung anhand der Ertragswertmethode fiel mit **311,43 €** noch niedriger aus. Den Unternehmenswert haben die Bewertungsgutachter nach dem Ertragswertverfahren ausgehend von dem Bewertungsstandard IDW S 1 2000 unter Zugrundelegung von Planungen der C. für die Jahre 2002 bis 2006 mit insgesamt 1.259,0 Mio. € ermittelt. Bezogen auf die Kapitalisierung der prognostizierten Finanzüberschüsse der C. und ihrer Beteiligungen wurden zu einem Basiszins von geschätzt 6 % für die C. ein Risikozuschlag in Höhe von 2,5 %, im Übrigen Risikozuschläge zwischen 2 % und 2,5 % angenommen. Diesbezüglich haben die Bewertungsgutachter darauf verwiesen, dass der Risikozuschlag „generell“ bei Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen mit 2 % höher angesetzt werde als bei Lebensversicherungsunternehmen mit 1,5 % und Krankenversicherungsunternehmen mit 1,75 %. Aufgrund von Prognoseunsicherheiten sei der Ansatz des Risikozuschlags in allen Sparten um jeweils 0,5 % erhöht (Übertragungsbericht S. 38). Der Wachstumsabschlag wurde überwiegend – auch bezüglich der C. - mit 0,5 % beziffert. Damit ergab sich für den Zeitraum von 2002 bis 2006 unter Berücksichtigung der Belastung mit einer typisierten Einkommensteuer von 35 % ein Kapitalisierungszinssatz von 5,525 % und für die Phase der ewigen Rente von 5,025 %. Den Barwert der nach dem Gewinnabführungsvertrag mit der C D geschuldeten Ausgleichszahlungen haben die Bewertungsgutachter nicht zur Ermittlung der Barabfindung herangezogen. 7

Die vom Landgericht zum sachverständigen Prüfer gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG bestellte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft T. bestätigte die Angemessenheit der mit 352 € 8

festgelegten Barabfindung mit Testat vom 16.04.2002.

Die Antragsteller haben die Abfindung für zu gering gehalten. Sie haben geltend gemacht, die in der Ausgangsbewertung gewählten Planansätze und Prognosen seien zu pessimistisch. Der Kapitalisierungszinssatz, insbesondere Basiszins und Risikozuschlag seien zu hoch angesetzt, der angenommene Wachstumsabschlag sei zu niedrig. Für die Höhe der Barabfindung sei der Barwert der Ausgleichszahlungen aus dem vorangegangenen Gewinnabführungsvertrag maßgeblich. Einzelne Antragsteller haben Berechnungen zur Höhe der kapitalisierten Ausgleichszahlung angestellt und diese mit 725,47 € bzw. 797,95 € je Stückaktie (Antragstellerin zu 10), Bl. 189, 480 GA) und 482 € je Stückaktie (Antragsteller zu 1), Bl. 6 GA) beziffert. 9

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre haben beantragt, 10

die angemessene Barabfindung höher festzusetzen. 11

Die Antragsgegnerinnen haben beantragt, 12

die Anträge zurückzuweisen. 13

Sie haben die Ansicht vertreten, die festgesetzte Abfindung sei angemessen und bedürfe keiner Korrektur. 14

Das Landgericht hat mit Beweisbeschluss vom 11.06.2003 in Verbindung mit dem Beschluss vom 29.09.2003 die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft M. (M.) mit der Erstellung eines schriftlichen Gutachtens beauftragt, um die Angemessenheit der Abfindung zu ermitteln. Parallel sind die Sachverständigen in den o. e. Verfahren mit der Begutachtung beauftragt worden, die bei dem Senat zu den Geschäftszeichen I-26 W 24/12 (AktE) und I-26 W 6/13 (AktE) anhängig waren. 15

Die Sachverständigen haben einen – deutlich höheren - Unternehmenswert von insgesamt 1.734.444 T € und daraus resultierend einen Wert je Stückaktie von **429,04 €** ermittelt; den von ihnen mit **360,73 €** ermittelten Durchschnittsbörsenkurs haben sie angesichts dessen nicht für abfindungsrelevant erachtet. In ihrer Bewertung haben sie geringere Schadenquoten als im KPMG-Bewertungsgutachten angenommen und eine Rückanpassung an die von der Gesellschaft ursprünglich angesetzte Planung vorgenommen. Ihrer Berechnung des Kapitalanlagenergebnisses haben sie je Asset-Klasse gesondert ermittelte Marktrenditen unter Berücksichtigung der stillen Reserven zugrunde gelegt. Die so ermittelten Ertragsüberschüsse haben sie mit einem – gegenüber dem Bewertungsgutachten niedrigeren - Kapitalisierungsszinssatz abgezinst. Den Basiszins haben sie – unter Verwendung von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode - mit 5,75 % (statt 6 %) vor bzw. 2,7125 % nach persönlichen Steuern zugrunde gelegt, den Risikozuschlag für die C. mit 2 % (statt 2,5 %) und daraus für die Phase I einen Kapitalisierungszinssatz von 7,75 % vor bzw. 5,0375 % nach typisierten Ertragssteuern gebildet. Die von L. angesetzten „allgemeinen“ Risikozuschläge haben sie für die Lebens- und Krankenversicherungsunternehmen um je 0,5 % reduziert, im Übrigen als grundsätzlich sachgerecht erachtet; den im Bewertungsgutachten angesetzten „besonderen“ Risikozuschlag in Höhe von 0,5 % haben sie für die Schaden- und Unfallversicherungsunternehmen – auch die C. – nicht für angemessen erachtet und herabgesetzt. Für die Phase der ewigen Rente haben sie unter Ansatz eines Wachstumsabschlags von 0,75 % (statt 0,5 %) einen Kapitalisierungszinssatz von 4,2875 % angenommen. 16

17

Die von einzelnen Antragstellern geforderte Ableitung der Barabfindung durch Kapitalisierung der Ausgleichszahlungen nach dem Gewinnabführungsvertrag haben die Sachverständigen abgelehnt. Die „Rekapitalisierung“ der Ausgleichszahlungen aus dem vorangegangenen Unternehmensvertrag könne - plausibilisierend – nur dann herangezogen werden, wenn von identischen Bewertungsparametern auszugehen sei; sie könne eine sachgerechte Unternehmensbewertung jedoch nicht ersetzen. Unabhängig davon scheide sie als „Plausibilitätsmaßstab“ in den Fällen aus, in denen den jeweiligen Unternehmensbewertungen – wie hier - z. B. hinsichtlich der Kapitalisierungszinssätze und der Steuersätze unterschiedliche Bewertungsparameter zugrunde lägen. Zudem habe die Antragstellerin zu 10) bei ihrer Barwertberechnung einen unzutreffenden Steuersatz verwendet.

Ihr Gutachten haben die Sachverständigen auf die Einwendungen der Verfahrensbeteiligten hin ergänzt. Wegen des Ergebnisses im Einzelnen wird auf die ergänzenden Stellungnahmen vom 17.07.2012 und 25.07.2014 verwiesen. 18

Durch den angegriffenen Beschluss hat das Landgericht die Anträge der Antragsteller zu 12) und 17) als unzulässig zurückgewiesen. Die Höhe der Barabfindung hat es – den Sachverständigen M. folgend – auf **429,04 € je Stückaktie** festgesetzt. Zur Begründung hat die Kammer im Wesentlichen ausgeführt, der von den Sachverständigen ermittelte Unternehmenswert sei zutreffend, ihr Gutachten in jeder Hinsicht überzeugend. Der nach der Stollwerck-Entscheidung des Bundesgerichtshofes vom 19.07.2010 - II ZB 18/09 – ermittelte Durchschnittsbörsenkurs sei mit 360,86 € geringer als der anteilige Ertragswert und deshalb nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen. Zwar habe die Kammer Zweifel, ob in Anbetracht der in der Betriebswirtschaftslehre vertretenen These ausschließlich subjektiver Unternehmenswerte eine Verkehrswertermittlung von Unternehmen möglich sei und der Bewertungsstandard IDW S 1 den Verkehrswert des Unternehmens abbilde; da der Anspruch der Minderheitsaktionäre auf effektiven Rechtsschutz das Interesse an einer weiteren Aufklärung des Sachverhalts überwiege, habe sie jedoch davon abgesehen, den ermittelten Unternehmenswert - wie in anderen bei ihr anhängigen Spruchverfahren - unter Bezugnahme auf die Best-Practice-Empfehlungen Unternehmensbewertung des Arbeitskreises Corporate Transactions and Valuation der DVFA zusätzlich daraufhin untersuchen zu lassen, ob er als marktgerechter Preis gelten könne, der bei einer Veräußerung des Unternehmens als Einheit erzielt werden könne. Dabei habe sie berücksichtigt, dass die Sachverständigen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes und des Börsenkurses den Vorgaben der Rechtsprechung und betriebswirtschaftlichen Erkenntnissen gefolgt seien. Sie hätten den objektivierten Unternehmenswert auf der Basis des zum Bewertungsstichtag gültigen IDW S 1 2000 ermittelt und auch die Besonderheiten im Sachversicherungsgeschäft beachtet. Der Basiszins sei sachgerecht unter Verwendung von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode mit 5,75 % abgeleitet worden. Die Unternehmensbewertung sei durch eine „Rekapitalisierung“ des Ausgleichs nach dem Gewinnabführungsvertrag selbst dann nicht ersetzbar, wenn diese rechnerisch zu einer höheren Abfindung führen würde, weil unterschiedliche Bewertungsstichtage betroffen seien. Zudem unterschieden sich Ausgleich und Abfindung wesentlich voneinander. Wegen der weiteren Gründe wird auf den angefochtenen Beschluss Bezug genommen. 19

Gegen diese Entscheidung wendet sich die Antragstellerin zu 8) mit ihrer sofortigen Beschwerde. 20

Sie meint, die vom Landgericht festgesetzte Barabfindung sei nach wie vor unzureichend. Der mit 5,75 % angenommene Basiszins sei zu hoch, die Unternehmenswerte und die 21

Barabfindung seien unter Zugrundelegung eines Basiszinses von „maximal 5,5 %“ neu zu berechnen. Ihre Abfrage unter Verwendung des Basiszinsrechners „BaseRateGuide Wollny“ habe bezogen auf die – auch von den Sachverständigen M. herangezogene – Durchschnittsperiode von drei Monaten vor der beschlussfassenden Hauptversammlung über den Squeeze-out – einen Durchschnittsbasiszins von 5,63 % ergeben, was zu einem gerundeten Wert von 5,5 % führe. Am Bewertungsstichtag selbst habe der Basiszins gerundet 5,25 % betragen. Zu Unrecht hätten die Sachverständigen zur Schätzung der Wiederanlageverzinsung Restlaufzeiten über einen Horizont von 30 Jahren hinaus zugrunde gelegt; die Prognose von Zinssätzen für einen Zeitraum von 1 bis 249 Jahren sei „Kaffeesatzleserei“. Unabhängig davon hätte das Landgericht der Barabfindung die kapitalisierten Ausgleichszahlungen nach dem vorangegangenen Gewinnabführungsvertrag zugrunde legen müssen.

Der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre trägt vor, der Beschluss des Bundesgerichtshofes vom 12.01.2016 – II ZB 25/14 – lasse offen, ob der Barwert der Ausgleichszahlungen „ähnlich dem Börsenwert“ als Mindestwert zugrunde zu legen ist, wenn er den anteiligen Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre übersteigt. Dies sei vorliegend entscheidungserheblich, weil verschiedene Antragsteller erstinstanzlich Barwerte errechnet hätten, die über der festgesetzten Abfindung lägen. 22

Die Antragstellerin zu 8) beantragt sinngemäß, 23

die Barabfindung gerichtlich höher festzusetzen. 24

Die Antragsgegnerinnen beantragen, 25

die sofortige Beschwerde zurückzuweisen. 26

Sie verteidigen den angefochtenen Beschluss. Die Einwände gegen den Basiszins seien unberechtigt, der Barwert der kapitalisierten Ausgleichszahlung aus dem Gewinnabführungsvertrag betrage ihren Berechnungen zufolge lediglich 410,98 € je Stückaktie. „Lediglich vorsorglich“ werde darauf hingewiesen, dass die Bewertung nach dem Beschluss des Bundesgerichtshofs vom 29.09.2015 – II ZB 23/14 - auf der Basis des Bewertungsstandards IDW S 1 2005 hätte vorgenommen werden müssen. Dies hätte nach ihren Berechnungen (Anl. B 2 und 3) zu deutlich niedrigeren Abfindungswerten von 372,76 € bzw. - bei Zugrundelegung eines Basiszinses von 5,5 % - 384,37 € je Stückaktie geführt. 27

Wegen des weiteren Sach- und Streitstands wird auf die gewechselten Schriftsätze und in Bezug genommenen Anlagen sowie die Sachverständigengutachten und ergänzenden Stellungnahmen verwiesen. 28

II.

Die sofortige Beschwerde ist unzulässig, soweit sie sich gegen die Antragsgegnerin zu 1) richtet; im Übrigen ist sie unbegründet. 29

Allein richtige Antragsgegnerin im vorliegenden Spruchverfahren ist die Antragsgegnerin zu 2). Im Spruchverfahren zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung nach einem Squeeze-out wird ausschließlich über die Abfindungsverpflichtung des Hauptaktionärs 30

entschieden; die Gesellschaft, deren Aktien übertragen wurden, ist daneben am Verfahren materiell nicht beteiligt. Dies gilt auch für solche Spruchverfahren, die – wie hier - noch vor Inkrafttreten des Spruchverfahrensgesetzes eingeleitet wurden (vgl. nur BGH, Beschluss v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 – Rn. 25 ff., BGHZ 207, 114 ff.). Bedenken gegen die Zulässigkeit der sofortigen Beschwerde bezüglich der Antragsgegnerin zu 2) bestehen hingegen nicht. Das Rechtsmittel wurde formgerecht eingelegt; auch die zweiwöchige Frist des § 22 Abs. 1 Satz 1 FGG in Verbindung mit § 17 Abs. 1 SpruchG in der bis zum 31.08.2009 gültigen und hier gemäß Art. 111 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes zur Reform des Verfahrens in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit vom 17.12.2008 (FGG-RG, BGBl. I, 2586) maßgeblichen Fassung wurde gewahrt.

In der Sache hat die Beschwerde jedoch keinen Erfolg. Das Landgericht hat die Barabfindung zu Recht auf 429,04 € je Stückaktie festgesetzt. 31

Zur Vermeidung überflüssiger Wiederholungen erfolgen nur Ausführungen zu den im Beschwerdeverfahren angegriffenen Punkten; im Übrigen wird auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts im angegriffenen Beschluss verwiesen. 32

Weder die vom Landgericht im Einklang mit den Bewertungsgutachtern, dem sachverständigen Prüfer und den Sachverständigen zur Ermittlung des Unternehmenswerts angewandte Ertragswertmethode als solche, noch das daraus resultierende Ergebnis begegnen vorliegend Bedenken. 33

1.1 In nicht zu beanstandender Weise ist das Landgericht bei der Bewertung von der Ertragswertmethode ausgegangen. Diese ist als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (vgl. nur BGHZ 156, 57 – „Ytong"; Paulsen in: MünchKomm AktG, 4. A., § 305 Rn. 80) und verfassungsrechtlich unbedenklich (vgl. BVerfGE 100, 289, 307 – „DAT/Altana"). 34

Der landgerichtlichen Schätzung liegt der zum Bewertungsstichtag aktuelle Bewertungsstandard IDW S 1 2000 zugrunde. Bedenken dagegen bestehen - auch im Licht der Entscheidung des II. Zivilsenats des Bundesgerichtshofes vom 29.09.2015 (II ZB 23/14 – Rn. 31 ff., aaO) – nicht. Im Verlauf des seit August 2002 anhängigen Spruchverfahrens ist nicht – wie häufig in anderen Spruchverfahren – eine sachverständige Alternativbewertung auf der Basis des neueren Bewertungsstandards vorgenommen worden, auf die ohne weiteren verfahrensrechtlichen und zeitlichen Aufwand zurückgegriffen werden könnte. Unabhängig davon ist nicht ersichtlich, dass die Berücksichtigung des – aktuelleren - Bewertungsstandards IDW S 1 2005 zu einer Erhöhung der Barabfindung führen könnte, um die es in dem vorliegenden – allein von der Antragstellerin zu 8) betriebenen – Beschwerdeverfahren geht. So haben die Antragsgegnerinnen mit der Beschwerdeerwiderung „vorsorglich“ geltend gemacht, dass sich (auch) bei einer Bewertung anhand des Bewertungsstandards IDW S 1 2005 kein höherer Wert als vom Landgericht angenommen ergeben würde; die Antragstellerin zu 8) ist dem nicht entgegen getreten. Bei dieser Sachlage besteht im Beschwerdeverfahren kein Anlass zu einer ergänzenden Begutachtung, die im Übrigen auch - nicht nur wegen des damit verbundenen zeitlichen und finanziellen Aufwands, sondern auch angesichts des Verlaufs und der bisherigen Dauer des Verfahrens - nicht mehr vertretbar wäre. 35

1.2 Ohne Erfolg rügt die Antragstellerin zu 8), das Landgericht habe der Barabfindung den Barwert der Ausgleichszahlungen nach dem im Dezember 2001 beschlossenen Gewinnabführungsvertrag zugrunde legen müssen. 36

37

Verfassungsrechtlich ist eine bestimmte Methode zur Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung nicht vorgegeben (BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 – Rn. 61, BVerfGE 100, 289 ff. – „DAT-Altana“; Nichtannahmebeschluss v. 30.05.2007 – 1 BvR 1267/06 – Rn. 23 aaO). Grundsätzlich ist es nicht geboten, zur Bestimmung des „wahren" Wertes stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen (vgl. BVerfG, Beschluss v. 26.04.2011 - 1 BvR 2658/10 – Rn. 23, NJW 2011, 2497 – „Aktiengesellschaftsverschmelzung“; Nichtannahmebeschluss v. 16.05.2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 – Rn. 18, AG 2012, 625 ff. – „Übernahmerechtliches Squeeze-out“). Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im gegebenen Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (BVerfG, Nichtannahmebeschluss v. 16.05.2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 – aaO). Diese Voraussetzungen liegen in Bezug auf die vom Landgericht und sämtlichen Bewertern herangezogene Ertragswertmethode unzweifelhaft vor. In der Praxis hat sich diese für die Bestimmung der angemessenen Kompensationsleistungen durchgesetzt (BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 – Rn. 61 aaO).

Mit Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14 (AG 2016, 359 ff.) - hat der Bundesgerichtshof auf den Vorlagebeschluss des Oberlandesgerichts Frankfurt vom 15.10.2014 - 21 W 64/13 (AG 2015, 205 ff.) - entschieden, dass der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts für die Barabfindung maßgeblich ist. Dies gilt jedenfalls dann, wenn er – wie in dem der Entscheidung zugrunde liegenden Fall - höher ist als der Barwert der Ausgleichzahlungen, die dem Minderheitsaktionär aufgrund des Unternehmensvertrags zustehen. Zur Begründung hat der Bundesgerichtshof u.a. ausgeführt, dass bei der Frage der geeigneten Bewertungsmethode immer der „wahre“ Wert der Beteiligung entscheidend ist. Dieser kann grundsätzlich als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung ermittelten Wert des Unternehmens (mittelbar) berechnet oder auf andere Weise (unmittelbar) festgestellt werden, insbesondere unter Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile. Die eine oder andere Methode scheidet jedoch dann aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falles den „wahren“ Wert nicht zutreffend abbildet (BGH aaO Rn. 23). 38

Gemessen an diesen Vorgaben hält der Senat – auch angesichts des Beschlusses des II. Zivilsenats des Bundesgerichtshofes vom 12.01.2016 - an seiner bisherigen Rechtsprechung fest, wonach sich die Höhe der angemessenen Barabfindung - auch in den Fällen, in denen ein Squeeze-out einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nachfolgt - regelmäßig nicht auf der Basis des Barwerts des Ausgleichs aus dem früheren Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag berechnet. Vielmehr bildet auch in diesem Fall der Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Squeeze-out-Beschlusses die Grundlage der Barabfindung. Das gilt grundsätzlich auch dann, wenn die kapitalisierte Ausgleichszahlung zu einem höheren Wert führen würde (vgl. zuletzt Senat, Beschluss v. 11.05.2015 – I-26 W 2/13 (AktE) – Rn. 37, AG 2015, 573 ff.; 04.07.2012 - I-26 W 11/11 (AktE) - Rn. 38 ff., AG 2012, 716 ff.; 29.07.2009 – I-26 W 1/08 (AktE) – Rn. 49 ff., juris; ebenso schon OLG München, Beschluss v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06 – Rn. 13, ZIP 2007, 375 ff.). Von daher kommt es in der Sache - entgegen dem Einwand des gemeinsamen Vertreters der Minderheitsaktionäre - nicht mehr darauf an, ob der Barwert einer kapitalisierten Ausgleichszahlung hier – wie der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre im Anschluss an die Berechnungen der nicht mehr am Verfahren beteiligten Antragstellerin zu 10) und des Antragstellers zu 1) meint – über oder – entsprechend der Berechnung der Antragsgegnerinnen – unter der erstinstanzlich festgesetzten Abfindung liegt. 39

1.2.1 Die Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlungen nach dem vorangegangenen Unternehmensvertrag kann den Wert der Beteiligung des Minderheitsaktionärs zum Zeitpunkt des Squeeze-out-Beschlusses grundsätzlich nicht zutreffend abbilden. Sie ist schon im Ansatz ungeeignet, den stichtagsbezogenen „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums – auch als Mindestwert – widerzuspiegeln. 40

Schon in tatsächlicher Hinsicht ist zweifelhaft, ob die Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlungen als Schätzgrundlage oder Mindestwert die verfassungsrechtlich gebotene volle Entschädigung des Aktionärs gewährleisten kann, weil sie als „Methode“ auf Annahmen zum Fortbestand des Unternehmensvertrags fußt, die regelmäßig nicht belastbar sind. Bei dem Barwert einer wiederkehrenden Zahlung handelt es sich um den Rechenwert, den eine zukünftig anfallende Zahlungsreihe an einem bestimmten Tag besitzt; zur Berechnung werden zukünftige Zahlungen abgezinst und anschließend summiert. Um den Barwert der Ausgleichszahlungen aus dem Unternehmensvertrag zum Zeitpunkt des Squeeze-out-Beschlusses zu berechnen, sind deshalb Annahmen zu treffen, welche künftigen Zahlungen dem Aktionär voraussichtlich zugeflossen wären (vgl. etwa Hachmeister/Ruthardt, WPg 2014, 894, 897; Jüngst, Der Ausschluss von Minderheitsaktionären im Vertragskonzern (2009), S. 217; Tebben, AG 2003, 600, 607). Es bedarf dazu einer – hinreichend gesicherten – Prognose, welcher Zeitraum für das Bestehen eines Unternehmensvertrages zugrunde gelegt werden soll (Senat, Beschluss v. 04.07.2012 – I-26 W 11/11 (AktE) - Rn. 44, AG 2012, 716 ff.; zu den Prognoseschwierigkeiten auch Jonas in: Festschrift für L. Kruschwitz, S. 105, 116 ff.). Dabei ohne Rücksicht auf die konkreten Verhältnisse fiktiv davon auszugehen, der Unternehmensvertrag werde zur nächsten Kündigungsmöglichkeit beendet, erscheint in diesem Zusammenhang – auch unter Berücksichtigung des reduzierten Beweismaßstabs nach § 287 ZPO - ebenso bedenklich, wie ohne weiteres mangels jedweder Anhaltspunkte von einer ewigen Vertragslaufzeit auszugehen (a.A. Leyendecker, NZG 2010, 927). Eine Schätzung, die mangels greifbarer Anhaltspunkte völlig in der Luft hängt, ist unzulässig (vgl. nur Prütting in: MünchKomm ZPO, 4. A., § 287 Rn. 14; Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung (2015), § 1 Rn. 46). Dies gilt umso mehr, als die möglichen Gründe für die Beendigung von – regelmäßig für die Dauer von fünf Jahren mit anschließender jährlicher Kündigungsmöglichkeit abgeschlossenen – Unternehmensverträgen vielfältig sind. Die Ausgleichsberechtigung stellt daher keineswegs eine auf ewig sichere „garantierte Rendite“ dar (ähnlich auch OLG Frankfurt, Vorlagebeschluss v. 15.10.2014 – 21 W 64/13 – Rn. 42: „keine quasi risikolose Zahlungsreihe“). Sie ist ihrer Natur nach vorübergehend. Das ergibt sich nicht nur daraus, dass das herrschende Unternehmen die Dauer maßgeblich und weitgehend frei bestimmen kann (vgl. § 297 AktG). In Betracht kommen neben der Kündigung nach § 297 Abs. 1 und 2 AktG auch der Aufhebungsvertrag (§ 296 AktG), der Beitritt außenstehender Aktionäre (§ 307 AktG) der Zeitablauf bei einem befristeten Unternehmensvertrag, der Eintritt einer auflösenden Bedingung, die Anfechtung und der Rücktritt, Insolvenz, die Nichtigkeit oder Anfechtbarkeit des Zustimmungsbeschlusses zum Unternehmensvertrag und schließlich die Eingliederung der beherrschten Gesellschaft oder ihre Verschmelzung (vgl. Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß §§ 305, 327a AktG (2013), S. 430 m.w.N.). 41

Angesichts dessen hat das Landgericht in den Gründen des angefochtenen Beschlusses zu Recht darauf hingewiesen, dass sich Ausgleich und Abfindung wesentlich unterscheiden. Der in die Berechnung des Barwerts einzustellende Zahlungszufluss infolge der Ausgleichszahlung stellt lediglich einen - vorübergehenden - pauschalierten Ersatz für die Dividende dar, auf die andernfalls – vor Abschluss des vorangegangenen Unternehmensvertrags - Aussicht bestanden hätte (vgl. BGH aaO Rn. 27; Urteil v. 42

13.02.2006 – II ZR 392/03 – Rn. 11, BGHZ 166, 195 ff.). Die Ausgleichszahlung hat damit schon im Ansatz ein anderes Bewertungsziel als die Barabfindung (so auch Lauber aaO S. 424). Durch ihre Kapitalisierung wird deshalb gerade nicht der „wahre“ bzw. „innere“ Wert der Unternehmensbeteiligung unter Berücksichtigung der Konzernierung berechnet (so aber Jüngst aaO S. 214). Anders als die Barabfindung repräsentiert der Ausgleich nicht den Anteil des Aktionärs an der Vermögenssubstanz. Er entschädigt ihn nicht für sein Ausscheiden aus dem Unternehmen und den Verlust der ihm durch die Aktie – auch nach Abschluss des Unternehmensvertrags - vermittelten mitgliedschaftlichen Herrschaftsrechte, deren Verlust bei der Bestimmung des „wahren“ Werts der Beteiligung ebenfalls zu berücksichtigen ist (BGH aaO Rn. 25, 28). Maßgeblich für die Bewertung ist damit gerade nicht eine allein ökonomische Betrachtung, welche Zahlungsströme der Aktionär (möglicherweise) zu erwarten hat (dahingehend aber Jonas, aaO S. 105, 111; W. Müller in: Festschrift für G. H. Roth (2011), S. 517, 530). Aus diesem Grund kann die Kapitalisierung des Ausgleichs die volle Entschädigung nicht sicherstellen (vgl. Schüppen, ZIP 2016, 1413, 1416).

Der zum Zeitpunkt des Squeeze-out-Beschlusses seit einem Jahr bestehende Unternehmensvertrag betrifft zwar nach Maßgabe der Entscheidung des Bundesgerichtshofes die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt ihrer Beschlussfassung (vgl. § 327b Abs. 1 S. 1 AktG; BGH aaO Rn. 20; Jüngst, aaO S. 201 f.; Leyendecker, aaO S. 929). Fragwürdig ist dies jedoch hinsichtlich der Ausgleichszahlungen, die - als Folge des Unternehmensvertrags - von dem anderen Vertragsteil an die außenstehenden Aktionäre zu entrichten sind und die die Vermögens- und Ertragslage der abhängigen Gesellschaft selbst nicht verändern (mit Bedenken auch Lauber, aaO S. 425; Popp, AG 2010, 1, 9; Riegger in: Festschrift für H.-J. Priester (2007), S. 661, 669 f.; Tebben, aaO S. 605 f.). 43

Insbesondere orientiert sich der in der Ausgleichszahlung enthaltene pauschalierte Dividendenersatz an den Verhältnissen und Gewinnerwartungen, die zum Stichtag der – möglicherweise Jahre zurückliegenden - Beschlussfassung über den vorangegangenen Unternehmensvertrag bestanden (vgl. nur Senat, Beschluss v. 04.07.2012 – I-26 W 11/11 (AktE) – Rn. 46, AG 2012, 716 ff. m.w.N.). Anlass, diesen Wert (als Untergrenze) bei der Bestimmung der angemessenen Barabfindung im Fall eines späteren Squeeze-out zu berücksichtigen, sieht der Senat daher nicht. Dies wird vorliegend auch dadurch veranschaulicht, dass den jeweiligen Unternehmensbewertungen nach den Feststellungen der Sachverständigen M. unterschiedliche Bewertungsparameter hinsichtlich der Kapitalisierungszinssätze und der Steuersätze zugrunde liegen. So bestand bis zur Änderung des § 14 Abs. 3 KStG durch das Steuerverkürzungsbekämpfungsgesetz (StVBG) vom 19.12.2001 – und damit noch zum Stichtag der beschlussfassenden Hauptversammlung über den Gewinnabführungsvertrag - die Möglichkeit, steuerliche Verluste der Volksfürsorge Deutsche Lebensversicherung (VDL) mit steuerlichen Gewinnen der Volksfürsorge Deutsche Sachversicherung (VDS) auf der Ebene der Volksfürsorge Holding (VH) zu verrechnen. Hingegen konnten seit dem Jahr 2002 Personenversicherer infolge des Steuerverkürzungsbekämpfungsgesetzes nicht mehr in eine steuerliche Organschaft einbezogen werden, so dass bei der Bewertung anlässlich des Squeeze-out bei der VDS Ertragssteueraufwendungen zu berücksichtigen sind, die sich wertmindernd auswirkten, was sich zugleich in deutlich niedrigeren Beteiligungswerten der C. niederschlägt (Gutachten S. 101, ergänzende Stellungnahme v. 17.07.2012 S. 61). Die Sachverständigen haben die kapitalisierten Ausgleichszahlungen angesichts dessen als „Plausibilitätsmaßstab“ für die Wertermittlung der Barabfindung ausgeschlossen. 44

Wie der Bundesgerichtshof in der o.g. Entscheidung festgestellt hat, besteht der Gleichlauf zwischen dem Wert des einzelnen Anteils und dem anteiligen Unternehmenswert auch dann 45

fort, wenn ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen wurde; der Wert des Anteils des (außenstehenden) Minderheitsaktionärs wird durch den Unternehmensvertrag nicht vom Unternehmenswert abgekoppelt (BGH aaO Rn. 24). Dies gilt gleichermaßen in positiver wie in negativer Hinsicht für die Gewinnerwartungen der Aktionäre, die nach Abschluss des Unternehmensvertrages an einer Beteiligung an dem abhängigen Unternehmen festhalten. Bei der Bestimmung der Barabfindung darf deshalb nicht die Chance außer Betracht bleiben, dass sich die abhängige Gesellschaft nach Abschluss des Unternehmensvertrags positiv entwickelt und die Dividende nach einer Beendigung des Unternehmensvertrags höher als der Ausgleich ausfällt (vgl. BGH aaO Rn. 27). Ebenso nimmt der Aktionär, der die Ausgleichszahlung wählt und nicht gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheidet, hin, dass die Erträge aufgrund der vorangegangenen Beherrschungssituation und dem damit verbundenen Risiko einer Auszehrung des Unternehmens geringer ausfallen als der gewährte Ausgleich (BGH aaO). Würde man die Verhältnisse am Stichtag des Unternehmensvertrags auch bei der nachfolgenden Strukturmaßnahme zugrunde legen, würden die außenstehenden Aktionäre einerseits von einer etwaigen positiven Entwicklung der Gesellschaft abgeschnitten, andererseits aber auch von einer in der Zeit zwischen den beiden Stichtagen aufgrund der Durchführung des Unternehmensvertrags eingetretenen Verringerung des Wertes der beherrschten Gesellschaft entlastet (so auch Riegger, aaO S. 661, 667). Durch eine (weitere) Untergrenze in Höhe des Barwerts der Ausgleichszahlungen würden letztlich - entgegen der von den Aktionären selbst gewählten Risikolage und entgegen dem Stichtagsprinzip - die Verhältnisse am Stichtag des vorangegangenen Unternehmensvertrags dauerhaft festgeschrieben. Dadurch würden die Aktionäre, die sich bewusst für den Verbleib in einem beherrschten Unternehmen entschieden haben, das sich in der Folgezeit negativ entwickelt, (weiter) abgesichert. Ein Grund dafür ist nicht ersichtlich (ähnlich schon OLG Düsseldorf, 19. Zivilsenat, Beschluss v. 07.06.1990 – 19 W 13/86 -, ZIP 1990, 1333; OLG München Beschluss v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06 – Rn. 13, ZIP 2007, 375 ff.; Popp, WPg 2006, 436, 444 und AG 2010, 1, 12; Singhof, DB 2016, 1185 f.).

Schließlich würde es zu erheblichen zeitlichen Verzögerungen von Spruchverfahren – sowohl erstinstanzlich als auch im Rechtsmittelverfahren - führen, wenn die Ausgleichszahlung aus dem vorangegangenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag als Bemessungsgrundlage für die Barabfindung maßgeblich wäre (vgl. Popp, WPg 2006, 436, 443 f.). In einem solchen Fall müsste das die Barabfindung betreffende Spruchverfahren bis zur rechtskräftigen Entscheidung über die Angemessenheit des anlässlich eines früheren (Beherrschungs- und) Gewinnabführungsvertrags festgesetzten Ausgleichs entsprechend § 148 ZPO ausgesetzt werden. Zudem besteht das Risiko systematischer Verwerfungen bei Bewertungen, in denen Wertrelationen zu bilden sind, wenn nur bei einem der Verschmelzungspartner aufgrund eines bestehenden Unternehmensvertrags ein Barwert der Ausgleichszahlungen errechnet werden kann. 46

1.2.2 Entgegen der Ansicht des gemeinsamen Vertreters der Minderheitsaktionäre ist der Barwert der Ausgleichszahlungen auch nicht ähnlich dem Börsenwert als (weitere) Wertuntergrenze zu berücksichtigen. Eine Vergleichbarkeit von Börsenwert und Ausgleichszahlung liegt nicht vor. 47

Nach ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts gebietet der Schutz der Minderheitsaktionäre auch, dass diese nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der unternehmerischen Maßnahme erhalten hätten. Dies soll der Tatsache Rechnung tragen, dass das Aktieneigentum dem Aktionär neben den darin verkörperten mitgliedschaftlichen Herrschafts- und Vermögensrechten eine - 48

grundrechtlich relevante - Sphäre individueller Freiheit in finanzieller Hinsicht ermöglicht. Dieser Freiraum fußt auf der besonders ausgeprägten Verkehrsfähigkeit von Aktien. Vor allem trifft das auf Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften zu, die es dem Gesellschafter, jedenfalls in Zeiten eines funktionierenden Kapitalmarktes, praktisch jederzeit erlauben, sein Kapital nach freiem Belieben zu investieren oder zu deinvestieren. Die Aktie ist aus der Sicht des Kleinaktionärs gerade deshalb so attraktiv, weil er sein Kapital nicht auf längere Sicht bindet, sondern sie fast ständig wieder veräußern kann. Deshalb darf die Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts nicht außer Betracht bleiben; die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erlangt hätten (BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 – Rn. 55 f., aaO). Daher muss ein existierender Börsenkurs der beherrschten oder eingegliederten Gesellschaft bei der Barabfindung und bei einer Abfindung durch Aktien berücksichtigt werden (vgl. BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 – aaO; Beschluss v. 20.12.2010 - 1 BvR 2323/07 – Rn. 9, ZIP 2011, 170 ff.; Nichtannahmebeschluss v. 26.04.2011 – 1 BvR 2658/10 – Rn. 21, juris). Die Ausgleichsberechtigung hingegen vermittelt keine damit vergleichbare grundrechtlich relevante Rechtsposition. Der Anspruch auf Ausgleichszahlung ist kein mitgliedschaftliches Recht; er beinhaltet lediglich ein – vorübergehendes - schuldrechtliches Forderungsrecht gegen Dritte (so auch Tebben, aaO S. 606). Dieses kann dem Aktionär – wie schon ausgeführt - durch zahlreiche Maßnahmen, die zur Beendigung des Unternehmensvertrags führen, entschädigungslos entzogen werden. Die Ausgleichsberechtigung ist auch keine der Verkehrsfähigkeit der Aktie vergleichbare Eigenschaft, die dem Aktieneigentum auf Dauer anhaften würde und deshalb verfassungsrechtlich schutzbedürftig wäre. Soweit teilweise gefordert wird, die Ausgleichsberechtigung als „vermögensrechtlichen Annex“ des Mitgliedschaftsrechts zu behandeln, ergibt sich aus dieser gedanklichen Hilfskonstruktion keine grundrechtlich relevante Rechtsposition. Die in der Zukunft möglichen Ausgleichszahlungen sind - ebenso wie Dividenden - lediglich Chancen bzw. Verdienstmöglichkeiten, die von Art. 14 Abs. 1 GG nicht geschützt sind. Bloße, in dem Wert des konkreten Eigentums noch nicht abgebildete Gewinnerwartungen und in der Zukunft liegende Verdienstmöglichkeiten sind wie Chancen und Gegebenheiten, innerhalb derer ein Unternehmen seine Tätigkeit entfaltet, nicht vom Schutzbereich der Eigentumsgarantie erfasst; dies gilt auch für das Aktieneigentum (BVerfG, Nichtannahmebeschluss v. 16.05.2012 – 1 BvR 96/09 – Rn. 23, aaO; Nichtannahmebeschluss v. 23.08.2000 – 1 BvR 68/95, 1 BvR 147/97 – Rn. 18, NJW 2001, 279 f. – „Moto Meter“). Besteht kein Gewinnabführungsvertrag, ist anerkannt, dass wegfallende Dividendenzahlungen nicht neben dem Wert des Unternehmens und dem Börsenkurs zur Wertermittlung (als Untergrenze) herangezogen werden (vgl. zur Verzinsungslücke BVerfG, Nichtannahmebeschluss v. 05.12.2012 – 1 BvR 1577/11 – Rn. 16, AG 2013, 255 ff.). Dies hat ebenso für den Ausgleichsanspruch zu gelten, der bei Abschluss eines Unternehmensvertrags funktional an die Stelle des Dividendenanspruchs tritt.

Der Barwert der Ausgleichszahlungen ist auch nicht mit dem Börsenkurs vergleichbar. Dieser ist ohne weiteres anhand des auf die jeweilige unternehmerische Maßnahme bezogenen, zurückliegenden Referenzzeitraums ermittelbar. Zudem unterscheidet er sich inhaltlich vom Barwert der Ausgleichszahlungen. Wie der II. Zivilsenat des Bundesgerichtshofs entschieden hat, wird der Wert eines Anteils bei der zum Schutz der Minderheitsaktionäre gebotenen Berücksichtigung des Börsenwerts nicht unabhängig vom Wert des Unternehmens ermittelt. Denn die Berücksichtigung des Börsenwerts beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihm zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, 49

zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktie niederschlägt (BGH aaO Rn. 23; Beschluss v. 12.03.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108, 116). Der Börsenkurs ist daher regelmäßig mit dem Verkehrswert identisch; die Wertbestimmung erfolgt durch Angebot und Nachfrage im Rahmen des Handels an der Börse. Der Barwert des Ausgleichs hingegen ist kein durch Angebot und Nachfrage gebildeter Preis, zu dem die Aktie tatsächlich verkauft werden könnte; er ist nur ein unter der – fragwürdigen - Prämisse einer unendlichen Laufzeit des Unternehmensvertrages rechnerisch ermittelter Kapitalwert möglicher künftiger Zuflüsse, der – ebenso wie die Dividendenzahlung – als einer von mehreren Faktoren Einfluss auf den Börsenwert haben kann. Dieser Rechenwert besagt nichts darüber, welchen Preis der Aktionär im Rahmen einer freien Veräußerung tatsächlich für seinen Anteil erzielen kann (so auch OLG München, Beschluss v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06 – Rn. 13, ZIP 2007, 375 ff.). Die Ausgleichszahlungen spiegeln deshalb nicht den Verkehrswert wider, zu dem der Minderheitsaktionär zum Stichtag deinvestieren könnte, sondern bilden Gewinnerwartungen zu einem wesentlich früheren Zeitpunkt ab, nämlich zum Stichtag des Unternehmensvertrags. Nach alledem ist eine Heranziehung des Barwerts der Ausgleichszahlungen nach dem vorangegangenen Gewinnabführungsvertrag – auch als Mindestwert – nicht geboten.

2. Durchgreifende Einwände gegen die Ermittlung des Unternehmenswerts liegen nicht vor. 50
Der allein erhobene Einwand, der vom Landgericht mit 5,75 % geschätzte Basiszins sei zu niedrig, bleibt ohne Erfolg.

Die Sachverständigen haben den Basiszins - abweichend von den Bewertungsgutachtern L. 51
und dem sachverständigen Prüfer, die den von ihnen zugrunde gelegten Wert noch im Einklang mit der seinerzeit üblichen Methodik vergangenheitsorientiert aus den durchschnittlichen Vergangenheitsrenditen langfristiger Staatsanleihen und in Übereinstimmung mit einer zum Bewertungsstichtag geltenden Empfehlung des IDW mit 6 % abgeleitet hatten – marktorientiert nach der sog. Svensson-Methode ausgehend von Zinsstrukturdaten ermittelt, die die Deutsche Bundesbank veröffentlicht hat. Die Rechtsprechung legt die Zinsstrukturkurve in Spruchsachen inzwischen regelmäßig für die Berechnung des Basiszinses zugrunde. Diese Methode ist vorzugswürdig, weil so zum Bewertungsstichtag eine in die Zukunft gerichtete Bewertung der Unternehmensentwicklung erfolgt, deren Datengrundlage aus öffentlich zugänglichen und damit objektiven Quellen stammt (vgl. zuletzt Senat, Beschlüsse v. 20.06.2016 – I-26 W 3/14 (AktE) – n.v.; 17.12.2015 – I-26 W 22/14 (AktE) – Rn. 46, AG 2016, 504 ff.; Paulsen aaO § 305 Rn. 112 f. m.w.N.). Ohne Erfolg rügt die Antragstellerin zu 8), dass das Landgericht bei der Festlegung des Basiszinses auch die Wiederanlageverzinsung nach Ablauf der 30-jährigen Laufzeit für längstlaufende Bundesanleihen berücksichtigt hat. Als Basiszins ist der aus der Sicht des Stichtags auf Dauer zu erzielende, von kurzfristigen Einflüssen bereinigte Nominalzinssatz für (quasi-)risikofreie Anlagen heranzuziehen (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. A., Rn. 574, 581; WP-Handbuch 2014, Band II, 14. A., Teil A Rn. 351). Entgegen dem Einwand der Antragstellerin zu 8) haben dies auch die Bewertungsgutachter L. und der sachverständige Prüfer berücksichtigt und ihrer Bewertung unter Beachtung der in der Vergangenheit beobachteten Zinssätze letztlich einen – für die Antragsteller ungünstigeren - langfristig zu erwartenden, äquivalenten Basiszins von 6 % zugrunde gelegt (vgl. Übertragungsbericht S. 37, Prüfbericht S. 12, Gutachten M. S. 88). Auf die im Gutachten M. (dort S. 88) plausibilisierend wiedergegebenen, zum Stichtag Juni 2002 aktuellen Renditen börsennotierter Bundeswertpapiere mit Laufzeiten von 9 bis 10 Jahren bzw. 15 bis 30 Jahren, die sich zwischen 5,41 % (für 9 bis 10 Jahre) und 5,02 % (für 15 bis 30 Jahre) bewegten, kann es insoweit nicht allein ankommen; dies liefe dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz zuwider (vertiefend hierzu Wüstemann, BB 2007, 2223 ff.; Wiese/Gampenrieder, BB 2008,

1722 ff.). Wie die Sachverständigen zudem in ihrem Gutachten (dort S. 54, Fußnote 21) festgestellt haben, würde der marktorientiert abgeleitete Basiszins für Laufzeiten bis 30 Jahre bei 5,6706 % liegen, was – aufgerundet auf ¼%-Punkte – ebenfalls zu einem Basiszins von 5,75 % führen würde.

Nach den Kapitalmarktdaten der Deutschen Bundesbank betrug der Basiszins für den Zeitraum vom 24.03.2002 bis zum 24.06.2002 – drei Monate vor der beschlussfassenden Hauptversammlung über den Squeeze-out - 5,7422 %, aufgerundet 5,75 % (Gutachten S. 54). Die Bildung einer Durchschnittsperiode von drei Monaten ist sachgerecht (Senat, Beschluss v. 04.07.2012 – I-26 W 8/110 (AktE) – Rn. 42, AG 2012, 797 ff.); sie wird auch vom Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW empfohlen, um zu repräsentativen Ergebnissen zu gelangen (vgl. FN-IDW Nr. 8/2005, 555). Der so gewonnene Wert wird durch den von der Antragstellerin zu 8) genannten Stichtagswert am 24.06.2002 von gerundet 5,25 %, den sie anhand des privaten Basiszinsrechners „BaseRateGuide Wollny“ errechnet hat, nicht in Zweifel gezogen. Er wird auch nicht durch den Durchschnittswert in Frage gestellt, den sie unter Berufung auf die genannte Datenbank mit 5,5 % ermittelt hat. Wie die Antragsgegnerinnen unwidersprochen dargelegt haben, beruht der angeführte Wert darauf, dass der – mit der Beschwerde nicht angegriffene – Wachstumsabschlag von 0,75 % nicht in die Bewertungsmaske eingegeben wurde (vgl. Anlage B1, Bl. 992: „Wachstumsrate 0 %“). Bei korrekter Eingabe ergibt sich nach dem der Beschwerdeerwiderung beigefügten Datenbankauszug für den maßgeblichen Referenzzeitraum - unter Verwendung des Basiszinsrechners „BaseRateGuide Wollny“ - ein Durchschnittswert von 5,66 %, der mit dem vom Landgerichte geschätzten Wert – aufgerundet auf den nächstliegenden ¼%-Punkt – exakt übereinstimmt. In der Rechtsprechung sind für Bewertungen mit vergleichbaren Bewertungsstichtagen Basiszinssätze von 5,75 % oder höher für angemessen erachtet worden (OLG München, Beschluss v. 11.07.2006 – 31 Wx 41/05 – Rn. 30, ZIP 2006, 1722 ff.: Basiszins 6 %, Stichtag 27.06.2002; OLG Frankfurt, Beschluss v. 26.08.2009 – 5 W 35/09 – Rn. 31, juris: Basiszins 6 %, Stichtag 12.06.2002; OLG Stuttgart, Beschluss v. 19.01.2011 – 20 W 2/07 – Rn. 208, AG 2011, 420 ff.: Basiszins 5,75 %, Stichtag 12.09.2002). Dies steht im Einklang mit den Empfehlungen des IDW, die erst für Bewertungsstichtage ab dem 01.01.2003 einen Basiszins von 5,5 % vorsahen (vgl. hierzu Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. A., Rn. 643). Eine eigene Abfrage des Senats unter www.basiszinskurve.de hat nach den Bewertungsgrundsätzen des IDW für den betroffenen Durchschnittszeitraum einen nahezu identischen durchschnittlichen Basiszinssatz von 5,661 % ergeben, so dass sich – bei gleicher Rundung – der Wert von 5,75 % als angemessen erweist. 52

Nach alledem ist nicht erkennbar, dass das Landgericht den der Barabfindung zugrundegelegten Ertragswert der C. zu niedrig eingeschätzt hätte, ohne dass es auf die von den Antragsgegnerinnen vorgelegten Alternativberechnungen auf der Grundlage des Bewertungsstandards IDW S 1 2005 (Anl. B 2 und 3) – die sowohl bei einem Basiszins von 5,75 % wie auch bei einem von 5,5 % jeweils zu deutlich niedrigeren Werten gelangen - entscheidend ankäme. 53

3. Zutreffend hat das Landgericht festgestellt, dass der Börsenkurs nicht als Wertuntergrenze zum Tragen kommt. Dieser war nach den überzeugenden und mit der Beschwerde nicht angegriffenen Feststellungen der Sachverständigen M. mit 360,73 € (deutlich) niedriger als der von ihnen ermittelte und der landgerichtlichen Schätzung zugrunde gelegte anteilige Ertragswert (Gutachten S. 48, Anlagenband Nr. 2 zum Gutachten Anl. 12a). 54

55

Nach alledem hat das Landgericht den Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag mit den Sachverständigen plausibel auf 1.734.444 T € geschätzt und daraus resultierend die Barabfindung zu Recht auf 429,04 € je Stückaktie festgesetzt. Die Beschwerde war deshalb zurückzuweisen.

4. Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung vor dem Senat war nicht geboten. Nach § 8 Abs. 1 SpruchG a.F. soll das Gericht zwar auf Grund mündlicher Verhandlung entscheiden. Eine solche hat jedoch erstinstanzlich stattgefunden; zudem ist allein über schriftsätzlich erörterte Rechtsfragen zu entscheiden, so dass eine erneute mündliche Verhandlung nicht geboten ist. 56

III. 57

Die Entscheidung über die Kosten folgt aus § 15 SpruchG in der seit dem 01.08.2013 geltenden Fassung (vgl. § 136 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG). 58

Die Antragsgegnerin zu 2) hat die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens zu tragen. Billigkeitsgründe, die es gemäß § 15 Abs. 1 SpruchG rechtfertigen können, die Kosten einem anderen Beteiligten aufzuerlegen, liegen nicht vor. 59

Es besteht keine Veranlassung, die außergerichtlichen Kosten der beschwerdeführenden Antragstellerin gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG der Antragsgegnerin zu 2) aufzuerlegen, da die Beschwerde erfolglos ist. Auch die Antragsgegnerin zu 1) hat etwaige Kosten selbst zu tragen (vgl. BGH, Beschluss v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 – Rn. 54 aaO). 60

Anlass, die erstinstanzliche Kostenentscheidung abzuändern, besteht im vorliegenden, allein vonseiten der Antragstellerin zu 8) geführten Beschwerdeverfahren nicht. 61

Den Geschäftswert für die Beschwerdeinstanz setzt der Senat gemäß § 74 Satz 1 GNotKG auf den Mindestwert von 200.000 € fest. Kommt es nicht zu einer gerichtlichen Entscheidung oder wird die Beschwerde - wie hier - als unbegründet zurückgewiesen, ist der Mindestgeschäftswert maßgeblich. 62

Der Vertreter der Minderheitsaktionäre kann gemäß § 6 Abs. 2 Satz 1 SpruchG von der Antragsgegnerin zu 2) in entsprechender Anwendung des Rechtsanwaltsvergütungsgesetzes den Ersatz seiner Auslagen und eine Vergütung für seine Tätigkeit verlangen. Der Geschäftswert gilt nach § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für die Bemessung seiner Vergütung. 63

Justiz NRW
Rechtsprechungsdatenbank ONLINE