Praxiswissen Unternehmensbewertung

Kurzbeiträge zu aktuellen Bewertungsthemen

Marc Castedello / Stefan Schöniger / Andreas Tschöpel

2., vollständig aktualisierte und erweiterte Auflage

IDW VERLAG GMBH

Kapitel A

UNTERNEHMENSBEWERTUNG BEI (GESELLSCHAFTS-)RECHTLICHEN ANLÄSSEN

1 Ausgleichszahlung bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags – Alternativen bei der Bestimmung des Verrentungszinssatzes

2 Festlegung einer angemessenen Barabfindung – Ermittlung des „richtigen" Börsenkurses

3 Festlegung einer angemessenen Barabfindung – Besonderheiten bei bestehendem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

4 Vereinfachte Konzernverschmelzungen – erweiterte Möglichkeiten zum Ausschluss von Minderheitsaktionären

5 Grenzüberschreitende Verschmelzungen – Besonderheiten bei der Ermittlung des angemessenen Umtauschverhältnisses

6 Prüfungsumfang bei einer Gründungsprüfung/Kapitalerhöhungsprüfung – auf das Agio kommt es an

7 Formwechsel in eine Societas Europaea – Besonderheiten bei der Prüfung der Kapitaldeckung gemäß Art. 37 Abs. 6 SE-VO

8 Nachgründungsprüfungen bei Aktiengesellschaften – Einzelfragen der Prüfung der Angemessenheit von Leistung und Gegenleistung

9 Werthaltigkeit von Sacheinlagen – Einzelfragen bei der Einlage von Unternehmensanteilen und Forderungen

10 Der Wertbeitrag des steuerlichen Einlagekontos – abgeltungssteuerfreie Ausschüttungen an die Anteilseigner

11 Dispute Valuation – Besonderheiten bei der Durchführung von Bewertungen im Kontext gerichtlicher und außergerichtlicher Streitverfahren

12 IDW S 13 – Besonderheiten bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung von Ansprüchen im Familien- und Erbrecht

1 Ausgleichszahlung bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags – Alternativen bei der Bestimmung des Verrentungszinssatzes

Bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags ist für die Bestimmung der Ausgleichszahlung die Höhe des Verrentungszinssatzes von wesentlicher Bedeutung. Dessen Höhe ist wiederum von der konkreten Ausgestaltung des Unternehmensvertrags abhängig. Je nach Gestaltung des Unternehmensvertrags können deshalb höhere oder niedrigere Ausgleichszahlungen resultieren.

Bei Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nach §§ 291 ff. AktG ist den außenstehenden Aktionären gemäß § 304 AktG ein angemessener Ausgleich für die zukünftig entfallende Dividendenzahlung und gemäß § 305 AktG eine angemessene Abfindung anzubieten. Ausgleich und Abfindung sind von den Vertragsparteien festzulegen und Gegenstand der Angemessenheitsprüfung durch einen gerichtlich bestellten Prüfer gemäß §§ 293 b ff. AktG. Der Ausgleich gemäß § 304 AktG ist in der Regel eine konstante, jährlich wiederkehrende Geldleistung und beträgt mindestens den Betrag „der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten […] voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte“. Ist der andere Vertragsteil eine AG oder KGaA, so kann als Ausgleichszahlung auch die Zahlung des Betrags zugesichert werden, der unter Herstellung eines angemessenen Umrechnungsverhältnisses auf Aktien der anderen Gesellschaft jeweils als Gewinnanteil entfällt. Die Angemessenheit der Umrechnung bestimmt sich nach dem Verhältnis, in dem bei einer Verschmelzung auf eine Aktie der Gesellschaft Aktien der anderen Gesellschaft zu gewähren wären.

In der Bewertungspraxis und der Rechts- und Bewertungsliteratur ist bei dem üblichen Fall einer jährlich konstanten Ausgleichszahlung die Verrentung des Unternehmenswerts (abgeleitet auf Basis eines Ertragswerts zuzüglich/abzüglich Sonderwerten) zur Ableitung der Ausgleichszahlung grundsätzlich verbreitet und anerkannt.

Aufgrund der in der Regel auf unbeschränkte Zeit geschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge berechnet sich die Ausgleichszahlung aus der Multiplikation des Unternehmenswerts mit dem maßgeblichen Verrentungszinssatz. Auch für ihn gilt das Äquivalenzprinzip der Unternehmensbewertung; das heißt, der gewählte Zinssatz muss Risiko, Fristigkeit und Besteuerungsfolgen der Ausgleichszahlung widerspiegeln. Während die Berücksichtigung der Fristigkeit aufgrund der in der Regel unbeschränkten Laufzeit des Unternehmensvertrags sowie der Besteuerung gemäß

dem bestehenden Steuerregime eher unproblematisch ist, ist die Frage der zutreffenden Bestimmung des mit der Ausgleichszahlung verbundenen Risikos komplexerer Natur.

Während der Laufzeit des Vertrags ist die Höhe der vertraglich fixierten Ausgleichszahlung weitgehend sicher. Es besteht lediglich das Bonitätsrisiko des Mehrheitsaktionärs als Schuldner der Ausgleichszahlung. Nach Ablauf der Mindestvertragslaufzeit kann sich allerdings das Risiko ergeben, nur noch an einem im Wert verminderten Unternehmen beteiligt zu sein, da der Mehrheitsaktionär im Rahmen der Beherrschung grundsätzlich durch Realisierung und Abführung von stillen Reserven das Unternehmen in seiner Ertragskraft mindern und den Unternehmensvertrag anschließend beenden kann. Die mit der Ausgleichszahlung verbundene Vermögensposition der außenstehenden Aktionäre ist somit weder risikolos (eine Verrentung mit dem risikolosen Basiszinssatz scheidet damit aus) noch mit dem Risiko der direkten Beteiligung am Unternehmen (mit unsicheren Dividendenzahlungen und Wertsteigerungen) zu vergleichen (eine Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz ist daher ebenfalls nicht sachgerecht). Da im Vorhinein nicht bekannt ist, ob und wann es gegebenenfalls zu einer Wertminderung oder Beendigung des Unternehmensvertrags kommt, lässt sich das im Verrentungszinssatz zu berücksichtigende Risiko nicht ohne Weiteres analytisch exakt bestimmen. Hierfür wäre die Kenntnis der Höhe der stillen Reserven bei Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags sowie der stillen Reserven bei Beendigung desselben und des Zeitpunkts der Beendigung des Unternehmensvertrags notwendig. Während über ersteres im Rahmen der Unternehmensbewertung zur Ermittlung einer angemessenen Abfindung noch Kenntnis erlangt wird, sind für die anderen beiden Informationen (wahrscheinlichkeitsgewichtete) Annahmen von Nöten, die zumeist nicht willkürfrei bestimmt werden können. Hier steht die Bewertungspraxis noch vor der Aufgabe belastbare Wege zur Schätzung dieser zu entwickeln.

Angesichts dessen ist es in der Praxis verbreitet (und von der herrschenden Rechtsprechung akzeptiert), den Verrentungszinssatz zur Bestimmung der Ausgleichszahlung vereinfachend aus dem Mittelwert des der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden vollen Kapitalisierungszinssatzes und dem risikolosen Basiszinssatz abzuleiten.

Durch eine Vertragsgestaltung, die bestimmte Risiken für die außenstehenden Aktionäre ausschließt, lässt sich der Verrentungszinssatz analytisch exakter bestimmen. So kann den Minderheiten vertraglich das Recht eingeräumt werden, im Falle der Beendigung des Vertrags ihre Anteile zu dem bei Abschluss des Vertrags angebotenen (unter Umständen in einem Spruchverfahren erhöhten) Abfindungsbetrag an den Mehrheitsaktionär veräußern zu können. Hierdurch entfällt für die Minderheiten das Risiko, gegebenenfalls nach Beendigung des Vertrags an einem im Wert geminderten Unternehmen beteiligt zu sein. Die Ausgleichszahlung muss ein solches Risiko folglich

nicht mehr kompensieren. Die Ausgleichszahlungen sind dann in ihrer Risikostruktur vergleichbar zu einer Unternehmensanleihe mit unbeschränkter Laufzeit – die Aktionäre erhalten eine feste jährliche Zahlung und am Ende der Laufzeit (mindestens) das eingesetzte Kapital in Höhe der seinerzeitigen Barabfindung zurück. Analog zu einer Unternehmensanleihe tragen die Minderheiten somit lediglich das Bonitätsrisiko des Mehrheitsaktionärs als Schuldner der Ausgleichszahlung. Der Verrentungszinssatz setzt sich in diesem Fall aus dem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag, der das Bonitätsrisiko reflektiert, zusammen. Das Bonitätsrisiko lässt sich aus dem Renditeunterschied möglichst langlaufender Anleihen des Gläubigers oder vergleichbarer Unternehmen in der Währung der Ausgleichszahlung zu laufzeit- und währungsgleichen risikolosen Staatsanleihen (sogenannter credit spread) bestimmen.

Im Ergebnis resultiert bei dieser Vorgehensweise in der Regel ein geringerer Verrentungszinssatz als bei Verwendung des Mittelwerts aus vollem Kapitalisierungszinssatz und Basiszinssatz, was zu einer geringeren Ausgleichszahlung führt. Damit einher geht jedoch auch ein reduziertes (und vor allem kalkulierbares) Risiko für die außenstehenden Aktionäre. Für den Mehrheitsaktionär ist die geringere jährliche Ausgleichszahlung mit der Verpflichtung zum Erwerb der Anteile zur festgelegten Abfindung bei Beendigung des Vertrags verbunden. Der Mehrheitsaktionär sollte daher in Abhängigkeit von seinen strategischen Zielen auf dieser Basis eine Interessenabwägung vornehmen und gegebenenfalls eine entsprechende Klausel zum Aufleben des Abfindungsangebots bei Beendigung des Vertrags im Unternehmensvertrag berücksichtigen.

2 Festlegung einer angemessenen Barabfindung – Ermittlung des „richtigen“ Börsenkurses

Der Börsenkurs einer AG stellt bei der Bemessung einer Barabfindung im Rahmen aktien- oder umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen nach höchstrichterlicher Rechtsprechung regelmäßig die Untergrenze dar. In den Beschlüssen des BVerfG und des BGH sind hinsichtlich der konkreten Ermittlung Regelungen zum relevanten Zeitraum und zu der Frage nach stichtags- oder umsatzgewichteten Durchschnittskursen enthalten. Darüber hinaus hat der BGH deutlich gemacht, dass eine Hochrechnung des Börsenkurses erfolgen muss, wenn zwischen der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt. Weitere Vorgaben erfolgen aber nicht. In der Bewertungspraxis wird regelmäßig, sofern vorhanden, auf von der BaFin ermittelte Mindestpreise nach § 5 WpÜG-AV zurückgegriffen. In der Praxis stellen sich daher insbesondere Fragen, ob diese Mindestpreise anhand öffentlich zugänglicher Daten nachgerechnet werden können, wie vorgegangen werden soll, wenn keine Mindestpreise vorliegen sowie wann und wie konkret eine Hochrechnung des Börsenkurses zu erfolgen hat.

Das BVerfG hat mehrfach entschieden, dass die Bemessung einer Barabfindung im Rahmen aktien- oder umwandlungsrechtlicher Strukturmaßnahmen (zum Beispiel beim Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen oder beim Ausschluss von Minderheitsaktionären, dem sogenannten Squeeze-out) nicht ohne Berücksichtigung des Börsenkurses erfolgen darf, sofern der Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Nach den Entscheidungen des BVerfG darf die von Art. 14 GG geforderte „volle“ Entschädigung jedenfalls nicht unter dem Verkehrswert liegen und dieser kann bei börsennotierten Unternehmen nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgelegt werden.

Der BGH hat mit seinem Beschluss vom 19.07.2010 die Rechtsprechung des BVerfG konkretisiert. So ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenkurs grundsätzlich als gewichteter Durchschnittskurs einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln. Damit orientiert sich der BGH an der für Übernahme- und Pflichtangebote geltenden, zwischenzeitlich erlassenen Angebotsverordnung zum WpÜG. Ein Abweichen von dieser Berechnungslogik ist nur dann zulässig, wenn aufgrund von Marktenge oder anderen Verzerrungen der Durchschnittsbörsenkurs nicht den Verkehrswert widerspiegelt. Die Frage, wann Marktenge vorliegt, ist dabei jedoch bisher nicht höchstrichterlich entschieden und wird daher sowohl in der Literatur als auch in der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung oftmals einzelfallbezogen und teilweise widersprüchlich beantwortet.

In der Bewertungspraxis wird zur Bestimmung des relevanten Börsenkurses regelmäßig auf den von der BaFin nach Vorgabe des § 5 WpÜG-AV abgeleiteten Mindestpreis referenziert. Dieser wird von der BaFin sieben Tage nach dem Stichtag veröffentlicht, um sicherzustellen, dass Verwerfungen in der Preisbildung von Börsen, Datenlieferanten und anderen meldepflichtigen Unternehmen bereinigt werden können. Die Aussagekraft des Börsenkurses ist nach den Kriterien der WpÜG-AV eingeschränkt, sofern kumulativ während der drei Monate vor Bekanntgabe an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abgewichen sind. Kurse, die diese Kriterien erfüllen, werden von der BaFin in ihrer Veröffentlichung als ungültig markiert und sind gemäß WpÜG-AV nicht mehr maßgeblich für die Bestimmung des Mindestpreises.

Die Ableitung des Mindestpreises erfolgt jedoch nur für Unternehmen, die im regulierten Markt an einer deutschen Börse gehandelt werden. Somit existiert kein Mindestpreis für Aktien im unregulierten Markt (zum Beispiel der Entry-Standard) und im Freiverkehr. Sofern Aktien eines Unternehmens sowohl im regulierten Markt als auch im Freiverkehr gehandelt werden, werden die Transaktionen im Freiverkehr in der Berechnung des Mindestpreises durch die BaFin nicht berücksichtigt. Daher besteht in Abhängigkeit vom Bewertungsobjekt häufig die Notwendigkeit, auf Basis von öffentlich verfügbaren Börsenkursen selbst einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs zu berechnen.

Hierzu kann beispielsweise auf die von Finanzdienstleistern täglich zur Verfügung gestellten umsatzgewichteten Durchschnittskurse abgestellt werden. Diese Durchschnittskurse werden aus den tatsächlich am jeweiligen Markt und Tag gehandelten Stückzahlen und dem gezahlten Preis pro Transaktion errechnet. Der Dreimonatsdurchschnittskurs lässt sich dann bestimmen, indem die Summe der täglichen Umsatzvolumina (Umsatzgewichteter Durchschnittskurs multipliziert mit dem Handelsvolumen des jeweiligen Tages) für die Referenzperiode durch die Summe des Handelsvolumens für denselben Zeitraum geteilt wird. Ist das Ziel eine Nachrechnung des von der BaFin ermittelten Mindestpreises, können bei Abruf der Durchschnittskurse der einzelnen Börsen gezielt die Börsen ausgeschlossen werden, an denen die Aktie im Freiverkehr geführt wird. Alternativ lassen sich auch die einzelnen Tickdaten der Börsen gegen Entgelt bestellen. Beide Vorgehensweisen kommen in der Regel zu vergleichbaren Ergebnissen.

Erfahrungsgemäß verbleiben zwischen den von der BaFin nach § 5 WpÜG-AV ermittelten Kursen und den auf Grundlage vorgenannter Datensätze ermittelten Durchschnittskursen auch bei gleichen Börsenplätzen regelmäßig Abweichungen nach oben oder nach unten. Dies liegt unter anderem in der Datenbasis begründet: entsprechend den Vorgaben der WpÜG-AV ermittelt die BaFin den Durchschnittskurs anhand der nach § 9 WpHG gemeldeten Geschäfte. Diese sind nicht zwangsläufig deckungsgleich

mit den an den Börsen gemeldeten Geschäften, da Börsen beispielsweise außerbörsliche Transaktionen nicht erfassen, diese jedoch von meldepflichtigen Teilnehmern an die BaFin gemeldet werden. Ferner werden die gemeldeten Daten vor Übermittlung an die BaFin um Börsenkurse beziehungsweise Transaktionen, die doppelt erfasst wurden, die dieselbe Gegenpartei haben oder um Transaktionen, die nachträglich revidiert wurden, bereinigt, sodass in der Datenbasis der BaFin keine Verwerfungen enthalten sind. Auskunftsgemäß werden diese bereinigten Daten nur der BaFin zur Verfügung gestellt beziehungsweise bereinigen die Datendienstleister nach unseren Erkenntnissen ihre Datenbanken nicht nachträglich um diese Informationen.

Abschließend lässt sich hierzu daher feststellen, dass es grundsätzlich zwar möglich ist, auf Basis der Datensätze von Finanzdienstleistern einen zum Mindestpreis nach § 5 der WpÜG-AV vergleichbaren Kurs zu berechnen. Die Ermittlung auf Grundlage von Datensätzen der nicht an vorgegebene Methoden gebundenen privaten Dienstleister hat jedoch eine deutlich geringere Legitimation und Rechtssicherheit als die von einer zur Unabhängigkeit verpflichteten Bundesbehörde ermittelten Mindestpreise. Es wäre zudem schwer begründbar, für Mindestpreise nach dem WpÜG einerseits und dem AktG andererseits unterschiedliche Methoden anzuwenden.

Der so ermittelte Börsenkurs ist nach den Vorgaben des BGH entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen, soweit zwischen der Bekanntmachung der Maßnahme als grundsätzlich relevantem Stichtag für die Durchschnittskursbildung und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt.

In dem oben erwähnten Urteil ging der BGH ursprünglich irrtümlich davon aus, dass zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung im zu entscheidenden Fall ein Zeitraum von neun Monaten vergangen sei und dies einen längeren Zeitraum darstelle, der eine Hochschreibung des Börsenkurses anzeige, sofern die Entwicklung des Börsenkurses seit Ankündigung der Maßnahme dies geboten erscheinen lasse. Durch Berichtigungsbeschluss vom 05.08.2010 hat der BGH die Entscheidung dahingehend korrigiert, dass es – wie im Sachverhalt der Entscheidung angelegt – siebeneinhalb Monate heißen muss. Im vorgenannten Urteil hat der BGH offen gelassen, ob auch eine Hochrechnung des Börsenkurses bei einem kürzeren Zeitraum als siebeneinhalb Monate in Betracht käme beziehungsweise wie der längere Zeitraum von siebeneinhalb Monaten konkret zu ermitteln sei. In der Praxis ist seit dem zu beobachten, dass für kürzere Zeiträume als sieben Monate unter Verweis auf entsprechende Rechtsliteratur sowie die allein für die Ermittlung und Prüfung der angemessenen Abfindung sowie die Vorbereitung und fristgerechte Einberufung der Hauptversammlung benötigte Zeit eine Hochrechnung für nicht erforderlich gehalten wird. Für einen Zeitraum von mehr als sieben Monaten

(hier sieben Monate und acht Tage) hielt das LG Frankfurt in einem Beschluss aus dem Jahr 2019 eine Hochrechnung des Börsenkurses für erforderlich. Das OLG Frankfurt bestätigte das Vorliegen eines längeren Zeitraums im Sinne der BGH-Rechtsprechung in seinem Beschluss im Jahr 2020 zu diesem Fall, gelang jedoch zur der Überzeugung, dass gleichwohl keine Hochrechnung des Börsenkurses vorzunehmen ist, da aufgrund der Abkopplung des Kurses des Bewertungsobjekts von den Kursen vergleichbarer Unternehmen in den zurückliegenden Jahren dies zu keiner sachgerechten Schätzung des Börsenkurses des Bewertungsobjekts zum Bewertungszeitpunkt führen würde und somit eine Anpassung auf den Bewertungsstichtag nicht geboten erschien.

Im Folgenden soll auf die verschiedenen Fragestellungen im Falle einer erforderlichen Hochrechnung des Börsenkurses kurz eingegangen werden. Im Rahmen einer Hochrechnung sind im Einzelnen der Stichtag und Zeitraum für die Hochrechnung, der Vergleichsmaßstab und die Pflicht zur Anpassung zu beurteilen.

Die Forderung nach einer Hochrechnung auf den Stichtag der Hauptversammlung stellt den Bewertungsgutachter beziehungsweise den gerichtlich bestellten Prüfer vor die praktische Schwierigkeit, dass zum Zeitpunkt des Abschlusses der Bewertungsarbeiten die entsprechenden Daten noch nicht vorliegen. Die Vorgabe des BGH ist jedoch eindeutig. Diese Schwierigkeit kann auch nicht dadurch gelöst werden, dass zunächst im Rahmen der Bewertungsarbeiten eine Hochrechnung auf den Tag des Abschlusses der Bewertungsarbeiten erfolgt und anschließend zum Beispiel im Rahmen der in der Praxis üblichen Stichtagserklärung des Bewertungsgutachters beziehungsweise Prüfers eine Aktualisierung der Hochrechnung auf den Tag der Hauptversammlung vorgenommen wird. Zudem bleibt die Frage offen, ob die angebotene Abfindung sich auf den zum Ende der Bewertungsarbeiten ermittelten hochgerechneten Börsenkurs bezieht, wenn der zum Tag der Hauptversammlung ermittelte hochgerechnete Börsenkurs unterhalb diesem liegt oder ob die Möglichkeit besteht, im Rahmen des Bewertungsgutachtens den hochgerechneten Börsenkurs zunächst nur informationshalber zum Tag des Endes der Bewertungsarbeiten zu ermitteln, die Ermittlungsweise transparent zu machen und auf die Ermittlung zum Tag der Hauptversammlung als Basis für die angebotene Abfindung zu verweisen. Der konkrete Abfindungsbetrag bliebe dann im Rahmen der Einladung zur Hauptversammlung unbestimmt, was ein Einfallstor für darauf abstellende Anfechtungsklagen bieten könnte. Zur Vermeidung dessen bliebe vor dem Hintergrund der aktuell ungeklärten Rechtslage nur, die Abfindung auf Basis des hochgerechneten Börsenkurses zum Tag des Endes der Bewertungsarbeiten festzulegen und gegebenenfalls zum Tag der Hauptversammlung zu erhöhen, falls sich ein höherer hochgerechneter Börsenkurs ergibt, jedoch unverändert zu belassen, falls dann ein niedrigerer hochgerechneter Börsenkurs resultiert.

In der Rechtsprechung des BGH ist des Weiteren ungeklärt, ob die Hochrechnung mit Blick auf den Vergleichsmaßstab stichtagsbezogen erfolgen soll oder analog zur Er-

mittlung des Ausgangsbörsenkurses Durchschnittskurse zur Hochrechnung herangezogen werden sollen. Hier bietet sich in Anlehnung an die Ermittlung des Börsenkurses an, sowohl beim Ausgangskurs des Vergleichsmaßstabs am Tag der Ankündigung der Strukturmaßnahme als auch beim Endkurs des Vergleichsmaßstabs am Tag der Hauptversammlung auf einen Dreimonatsdurchschnittskurs abzustellen.

Hinsichtlich des Vergleichsmaßstabs selbst verweist der BGH auf die allgemeine oder branchentypische Kursentwicklung seit der Ankündigung der Strukturmaßnahme. Letztlich hat der BGH damit den konkreten Vergleichsmaßstab offengelassen. Aufgrund der größtmöglichen Vergleichbarkeit zum Bewertungsobjekt bietet es sich zunächst an, auf die Kursentwicklung der Vergleichsunternehmen (Peer Group) abzustellen, die auch bei der Festlegung des Risikozuschlags im Rahmen der fundamentalen Unternehmensbewertung herangezogen wurden. Eine etwaige Gewichtung der einzelnen Vergleichsunternehmen sollte analog zur Ermittlung des Risikozuschlags erfolgen. Wenn die Kursentwicklung einzelner Vergleichsunternehmen durch außergewöhnliche Umstände (zum Beispiel infolge eines Übernahmeangebots) beeinflusst ist, ist zu untersuchen, ob und wie diese Entwicklung bereinigt werden sollte. Alternativ zu der Kursentwicklung der Vergleichsunternehmen sollten auch die Entwicklung des Branchenindex, dem das Bewertungsobjekt zugeordnet ist, sowie als allgemeiner Börsenindex der CDAX als Vergleichsmaßstab nicht außer Betracht bleiben. Bei mehreren Vergleichsmaßstäben ist darauf zu achten, dass diese zu einer Gesamt-Hochrechnung verdichtet werden, insbesondere wenn die einzelnen Hochrechnungen unterschiedliche Entwicklungen aufzeigen. Auch kann der Rückgriff auf den eigenen Betafaktor des Bewertungsobjekts zur Hochrechnung des Börsenkurses eine sinnvolle Alternative darstellen, wenn nicht davon ausgegangen werden kann, dass der Börsenkurs des Bewertungsobjekts der Kursentwicklung der Peer Group oder der (Branchen-)Indizes im relevanten Zeitraum gefolgt wäre.

Nach der Rechtsprechung des BGH dient die Hochrechnung der Börsenkursentwicklung ausdrücklich dem Ziel, den Minderheitsaktionär nicht von einer positiven Börsenentwicklung auszuschließen. Ob ein Minderheitsaktionär damit auch von einer negativen Börsenentwicklung ausgeschlossen sein soll, hat der BGH offengelassen. Auch wenn bei wirtschaftlicher Betrachtung der Minderheitsaktionär sowohl an einer positiven als auch an einer negativen Entwicklung beteiligt sein müsste, erscheint dieses in praxi nicht durchführbar beziehungsweise nicht durchsetzbar zu sein. Fraglich ist ferner, ob jede positive (oder negative) Entwicklung automatisch zu einer Erhöhung der Barabfindung führt, wenn der Börsenkurs der Aktie oberhalb des Unternehmenswerts je Aktie liegt. In Anlehnung an die aktuelle Rechtsprechung verschiedener OLG und LG, nach der eine Abweichung von je nach Gericht fünf beziehungsweise zehn Prozent, als geringfügig anzusehen sein kann (und daher nicht zu einer Anpassung der Barabfindung in einem Spruchverfahren führt), könnte auch im Falle einer Hochrechnung ein Schwellenwert bis zu dieser Höhe infrage kommen.

3 Festlegung einer angemessenen Barabfindung – Besonderheiten bei bestehendem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

Die angemessene Barabfindung gemäß § 327b AktG im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären (sogenannter Squeeze-out) ist bei Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags nach der Rechtsprechung des BGH grundsätzlich auf der Grundlage einer Neubewertung der Gesellschaft zum Zeitpunkt des Squeeze-outs zu ermitteln, sofern der Barwert der Ausgleichszahlungen aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht den anteiligen Unternehmenswert übersteigt. Dabei stellt der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der Barabfindung dar.

Gemäß § 327a Abs. 1 AktG kann auf Verlangen eines Aktionärs, dem 95% des Grundkapitals gehören (Hauptaktionär), die Hauptversammlung einer AG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Der Hauptaktionär legt gemäß § 327b Abs. 1 AktG die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen und die Minderheitsaktionäre für den sogenannten „wahren“ Wert ihrer Beteiligung entschädigen. Zur Beteiligung an einer AG gehören dabei sowohl Mitgliedschaftsrechte als auch Vermögensrechte.

Im Vertragskonzern sind die Verhältnisse der abhängigen Gesellschaft durch den Unternehmensvertrag geprägt. Dabei unterscheiden sich die Rechtspositionen von herrschendem Unternehmen und Minderheitsaktionären fundamental. Dem herrschenden Unternehmen stehen umfassende Weisungsrechte gegenüber der abhängigen Gesellschaft zu. Dies schließt auch das Recht ein, der abhängigen Gesellschaft nachteilige Weisungen zu erteilen (§ 308 AktG); die Leitung der abhängigen Gesellschaft kann auf Weisung des herrschenden Unternehmens am Konzerninteresse ausgerichtet werden und muss sich nicht mehr am eigenen Unternehmensinteresse und damit zugleich am Interesse aller Aktionäre der abhängigen Gesellschaft orientieren. Gleichzeitig bleiben wichtige Mitgliedschaftsrechte der Minderheitsaktionäre vom Unternehmensvertrag unberührt; hierzu gehören beispielsweise die Teilnahme an Hauptversammlungen, das Auskunftsrecht und das Recht zur Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen.

Auch die wirtschaftliche Situation der Aktionärsgruppen unterscheidet sich während der Laufzeit des Unternehmensvertrags erheblich. In Bezug auf die Vermögensrechte steht dem herrschenden Unternehmen der gesamte Gewinn des Unternehmens zu. Die Minderheitsaktionäre sind dagegen daran nicht (mehr) beteiligt. Als Kompensa-

tion erhalten sie eine vertraglich bestimmte wiederkehrende Geldleistung in konstanter Höhe (Ausgleichszahlung, § 304 AktG), die unabhängig vom wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens ist. Die Minderheitsaktionäre sind damit während der Laufzeit eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages von den Chancen und Risiken der wirtschaftlichen Entwicklung der abhängigen Gesellschaft ausgeschlossen; wirtschaftlich betrachtet sind sie wie Inhaber eines zwar risikobehafteten, jedoch grundsätzlich festverzinslichen Wertpapiers gestellt.

Bis zu der höchstgerichtlichen Klärung durch den BGH (Beschluss vom 12.01.2016, II ZB 25/14) war in Literatur und Rechtsprechung umstritten, wie die Barabfindung anlässlich eines Squeeze-outs bei Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zu ermitteln ist. Der BGH hat klargestellt, dass der anteilige Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Beschlusses über den Ausschluss von Minderheitsaktionären jedenfalls dann maßgebend ist, wenn der anteilige Unternehmenswert höher ist als der Barwert der Ausgleichszahlung aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags. In der konkreten Entscheidung hat der BGH ausdrücklich offengelassen, ob dem Barwert der Ausgleichszahlung – ähnlich dem Börsenkurs – auch die Funktion einer Wertuntergrenze beikommt. Hierzu wurden in der Folge unterschiedliche Auffassungen durch OLG vertreten. Während das OLG Düsseldorf und das OLG München die Ansicht vertreten, der Barwert der Ausgleichszahlung ist für die Bemessung der Barabfindung nicht relevant, erachtet das OLG Frankfurt am Main ihn als (weitere) Untergrenze der Barabfindung. Das OLG Frankfurt am Main (Beschluss vom 20.11.2019, 21 W 77/14) hat daher nunmehr auch diese Frage dem BGH als Divergenzvorlage zur Entscheidung vorgelegt. Das Verfahren war bei Redaktionsschluss noch anhängig.

Nach Ansicht des BGH kann der „wahre Wert“ der Beteiligung durch den Barwert der Ausgleichszahlung nicht allein ermittelt werden. In Bezug auf die Vermögensbeteiligung an einer AG umfasst die Beteiligung nicht nur die Aussicht auf eine Dividende, die im Rahmen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags durch eine Ausgleichszahlung ersetzt wird. Darüber hinaus gehört auch der Anteil an der Vermögenssubstanz, auf den bei Auflösung und Liquidation ein Anspruch besteht, zu den Vermögensrechten; eine über den Barwert der Ausgleichszahlung ermittelte Barabfindung berücksichtigt diesen Aspekt gerade nicht und deckt damit gegebenenfalls nicht den „wahren“ Wert der Beteiligung ab.

Der „wahre“ Wert wird zudem auch dann nicht zutreffend durch den Barwert der Ausgleichszahlung abgebildet, wenn sich der Unternehmenswert der abhängigen Gesellschaft seit dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags erhöht hat. Diese Chance auf eine Wertsteigerung würde dem Minderheitsaktionär genommen, wenn der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag in Zukunft beendet würde. In diesem Fall wäre der Minderheitsaktionär wieder mit seinem vollen