

## OLG München: Marktrisikoprämie bei Abfindung und Verrentungszinssatz der Ausgleichszahlung bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag

OLG München, Beschluss vom 26.6.2018 – 31 Wx 382/15, rkr.

Volltext des Beschlusses: [BB-ONLINE BBL2018-2097-1](#)

unter [www.betriebs-berater.de](#)

### AMTLICHE LEITSÄTZE

1. Für einen Stichtag im Juni 2013 ist eine Marktrisikoprämie von 5,0 % (nach persönlichen Steuern) angemessen.
2. Das Gericht kann im Spruchverfahren zur Ermittlung der angemessenen Abfindung gem. § 305 AktG im Rahmen der Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode die im Diskontierungssatz anzusetzende Marktrisikoprämie auch unter den Mittelwert der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW empfohlenen Bandbreite absenken.
3. Der Verrentungszinssatz für die Errechnung des angemessenen garantierten Ausgleichs nach § 304 AktG kann sich jedenfalls dann nicht nach dem stichtagsbezogenen Risiko des beherrschenden Unternehmens richten, wie es im Risiko-Spread einer langfristigen Unternehmensanleihe zum Ausdruck kommt, wenn der Markt zum Stichtag objektiv bestehende nicht unerhebliche wert- und risikorelevante Verhältnisse des beherrschenden Unternehmens, wie die Manipulation von Abgaswerten bei ... AG, nicht kannte.

§§ 305, 304 AktG

## BB-Kommentar

### OLG München verlagert Risiko nachträglich bekannt werdender Bewertungsereignisse auf herrschendes Unternehmen

#### PROBLEM

Die Entscheidung befasst sich mit verschiedenen Detailfragen bei der Berechnung von Abfindung und Ausgleichszahlung an außenstehende Aktionäre eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags (BGAV). Nach §§ 304, 305 AktG muss das herrschende Unternehmen den außenstehenden Aktionären einen garantierten jährlichen Ausgleich, also eine Garantiedividende zahlen und diesen den Erwerb ihrer Aktien gegen Abfindung anbieten, was einer Put-Option entspricht. Sowohl der garantierte Ausgleich (Dividende) als auch die Abfindung (Ausübungspreis der Put-Option) werden auf Grundlage des Unternehmenswerts der abhängigen Gesellschaft nach dem Ertragswertverfahren berechnet. Stichtag der Bewertung ist der Tag der Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft, in der über den BGAV beschlossen wird. Die Minderheitsaktionäre haben das Recht, die Höhe von Abfindung und Ausgleichszahlung im Spruchverfahren nach dem SpruchG überprüfen zu lassen. Im Besprechungsfall, dem Spruchverfahren über die Höhe von Abfindung und Ausgleich im BGAV zwischen der Volkswagen Truck & Bus AG als herrschendem Unternehmen und der MAN SE als beherrschter Gesellschaft erhoben die Kläger eine Vielzahl an Bewertungsrügen. Diese drehten sich im Schwerpunkt um die angebliche Beeinflussung der Detailplanung durch das herrschende Unternehmen, die Notwendigkeit einer Grobplanungsphase zwischen Detailplanung und ewiger Rente, der Höhe der Marktrisikoprämie beim Kapitalisierungszinssatz und dem Verrentungszinssatz der Ausgleichszahlung. Das LG München hat den Abfindungsbetrag im Wesentlichen aufgrund einer niedrigeren Marktrisikoprämie von 80,89 Euro auf 90,29 Euro pro Aktie um mehr als 10 % erhöht, die Ausgleichszah-

lung aber mit der Begründung, dass sich nach Verrentung nur eine geringe prozentuale Abweichung von unter 5 % ergeben habe, unverändert bei 3,30 Euro (brutto) pro Aktie belassen.

#### ZUSAMMENFASSUNG

Das OLG München wies zunächst die weitergehenden Bewertungsrügen der Minderheitsaktionäre zurück. Die Detailplanung sei, so das Gericht, nur in zeitlicher, nicht aber in inhaltlicher Hinsicht von VW beeinflusst worden. Eine Grobplanungsphase vor Beginn der ewigen Rente sei aufgrund des etablierten Geschäftsmodells nicht erforderlich gewesen. Die Marktrisikoprämie habe das LG München zugunsten der Minderheitsaktionäre zutreffend von 5,5 % auf 5,0 % herabgesetzt. Dies liege zwar am unteren Ende der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW für Stichtage im Jahr 2013 empfohlenen Bandbreite von 5,0 % und 6,0 %. Dies sei aber gerechtfertigt, da die Empfehlungen nicht bindend seien, die Bandbreite noch kurz zuvor (2012) zwischen 4 % und 5 % gelegen habe und in der Betriebswirtschaftslehre Uneinigkeit über die Richtigkeit der Anhebung der Bandbreite bestehe. Damit hat das OLG München die Unternehmensbewertung und den daraus abgeleiteten Abfindungsbetrag von 90,29 Euro pro Aktie bestätigt. Überraschenderweise hat es dagegen die jährliche Garantiedividende von 3,30 Euro auf 5,50 Euro (brutto) um 60 % angehoben. Der Zinssatz, zu dem der Abfindungsbetrag zu verrenten sei, sei grundsätzlich aus dem risikolosen Basiszinssatz zuzüglich der hälftigen Marktrisikoprämie zu berechnen und nicht anhand der Renditedifferenz (Spread) einer Unternehmensanleihe einer 100%-Tochtergesellschaft der VW AG zu einer laufzeitgleichen Bundesanleihe. Diese sei schon deswegen nicht zur Beurteilung der Risikolage der Aktionäre geeignet gewesen, da die Information über die Manipulation der Abgaswerte im Volkswagen-Konzern bereits erfolgt, aber noch nicht bekannt gewesen sei. Dies hätte sich erheblich auf die Rendite der Unternehmensanleihe ausgewirkt.

#### PRAXISFOLGEN

Der Beschluss ist ein Paukenschlag. Nachdem das Gericht zunächst über 45 Seiten schulmäßig die erforderlichen Schritte der Berechnung des Abfindungsbetrags durchgeht, verwirft es auf den letzten vier Seiten eine vom OLG Düsseldorf, 25.5.2016 – I-26 W 2/15 (AktE), juris, anerkannte Berechnungsmethode für den Verrentungszinssatz der Garantiedividende. Dabei wird auf das Insolvenzrisiko des herrschenden Unternehmens, das sich im Risiko-Spread einer Unternehmensanleihe ausdrückt, abgestellt. Zwar lehnt es diese Berechnungsweise nicht grundsätzlich ab, verlagert aber das Risiko nachträglich bekannt werdender kursrelevanter Informationen auf das herrschende Unternehmen. Das ist schwer nachvollziehbar. Besser verständlich wäre es, auf die Informationslage zum Bewertungsstichtag abzustellen. Andernfalls erhält die Ausgleichszahlung den Charakter eines teilweisen Schadensersatzes zugunsten der Minderheitsaktionäre. Möglicherweise hat der BGH in den nächsten Jahren Gelegenheit, zu dieser Berechnungsmethode grundsätzlich Stellung zu nehmen. Der Beschluss des OLG München ist jedenfalls rechtskräftig und hat bereits dazu geführt, dass der Vorstand der Volkswagen Truck & Bus AG am 21.8.2018 beschlossen hat, den BGAV mit der MAN SE gem. § 304 Abs. 4 AktG zum 1.1.2019 zu kündigen. Damit fällt die Garantiedividende ab dem Geschäftsjahr 2019 komplett weg.

**Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels** ist Professor für Wirtschaftsrecht an der FOM Hochschule und Rechtsanwalt in Düsseldorf. Seine Schwerpunkte sind Unternehmenstransaktionen, Gesellschaftsrecht, Kapitalmarktrecht, Corporate Governance und Compliance.

