

AUFSÄTZE

1

Der Börsenwert als Untergrenze der Barabfindung beim Squeeze-out nach der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH (Teil 1)

von Dr. Ulrich Block, LL.M., RA und Partner, v. Boetticher Hasse Lohmann, Berlin, Dr. Nina Leonard, RA'in, FA'in für Handels- und Gesellschaftsrecht und Partnerin, v. Boetticher Hasse Lohmann, München

A. Einleitung

Bei Strukturmaßnahmen nach dem Aktiengesetz oder dem Umwandlungsgesetz (Unternehmensverträge, Squeeze-outs, Eingliederungen, Verschmelzungen etc.) sind regelmäßig ausscheidende Aktionäre für ihre Aktien in bar oder in Form von Gesellschaftsanteilen abzufinden. Die Höhe der Abfindung wird zumeist auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens ermittelt. Seit der Entscheidung des BVerfG im Fall „DAT/Altana“ vom 27.04.1999¹ muss ausscheidenden Aktionären aber als Mindestbetrag der Abfindung grundsätzlich der Börsenwert der Aktien gewährt werden. Seit dieser Entscheidung ist die Praxis mit dem Problem konfrontiert, wie sich der Börsenwert der Aktien zutreffenderweise berechnet, insbesondere welche Referenzperiode für die Ermittlung eines durchschnittlichen Börsenkurses maßgeblich ist. Dabei geht es vor allem um die Frage, ob eine Referenzperiode unmittelbar vor der Hauptversammlung, die über die Strukturmaßnahme beschließt, oder eine Referenzperiode unmittelbar vor der öffentlichen Bekanntgabe der Maßnahme heranzuziehen ist. Zu dieser Frage hat der BGH nunmehr in seiner „Stollwerck“-Entscheidung vom 19.07.2010² im Zusammenhang mit einem Squeeze-out Stellung genommen. Leider hat diese Entscheidung die lange ersehnte und in der Praxis dringend benötigte Klarstellung nur in Teilen erbracht und zudem weitere rechtliche Unsicherheiten geschaffen.

B. Die Rechtslage

I. Objektive Darstellung der Rechtslage

Seit dem Jahr 2002 besteht für den Mehrheitsaktionär einer Aktiengesellschaft, dem Aktien in Höhe von mindestens 95% des Grundkapitals gehören, die Möglichkeit, die Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff. AktG aus der Gesellschaft auszuschließen (Squeeze-out). Der Hauptaktionär hat den Minderheitsaktionären als Gegenleistung für die Übertragung der Aktien gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG eine „angemessene Barabfindung“ zu gewähren. Deren Höhe ist nach ganz herrschender Meinung in Rechtsprechung und Literatur in der Regel durch eine Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren zu ermitteln.

Im Zuge eines Squeeze-out machen die Minderheitsaktionäre regelmäßig geltend, dass die Barabfindung von dem Hauptaktionär zu niedrig bemessen worden sei. Eine Anfechtung des Squeeze-out-Beschlusses kann allein hierauf indes nicht gestützt werden, vielmehr haben die Minderheitsaktionäre insoweit nur die Möglichkeit, ein Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz (SpruchG) einzuleiten (§ 327f Satz 1 AktG).

Im Spruchverfahren stellt sich regelmäßig die Frage, ob der Börsenwert gemäß der „DAT/Altana“-Entscheidung des BVerfG als Untergrenze heranzuziehen ist (hierzu nachfolgend unter 1.), und – sollte dies der Fall sein – wie der Börsenwert zutreffend zu ermitteln ist (hierzu nachfolgend unter 2.).

1. Börsenwert als Untergrenze

a) Vorgaben der Rechtsprechung zum Börsenwert

Das BVerfG hat in seinem „DAT/Altana“-Beschluss³ entschieden, dass es mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar sei, bei der Bestimmung der Abfindung oder des Ausgleichs für außenstehende oder ausgeschiedene Aktionäre nach den §§ 304, 305 bzw. 320b AktG den Börsenwert der Aktien der abhängigen Gesellschaft außer Betracht zu lassen. Dies gilt auch für Aktionäre, die aufgrund eines Squeeze-outs aus der Gesellschaft ausscheiden. Maßgebliches Kriterium ist dabei für das BVerfG – wie auch für den

BGH – nicht der Börsenwert an sich, sondern der Verkehrswert, der regelmäßig im Börsenwert zum Ausdruck kommen soll.⁴ Deshalb kommt der Börsenwert als Untergrenze der Barabfindung nach einhelliger Auffassung und in Übereinstimmung mit dem „DAT/Altana“-Beschluss des BVerfG dann nicht in Betracht, wenn er den Verkehrswert der Aktie nicht widerspiegelt. Dies ist beispielsweise der Fall, wenn über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattgefunden hat, eine Marktmenge besteht oder der Börsenkurs manipuliert worden ist.⁵

b) Marktmenge bei Squeeze-out

Bei einem Squeeze-out ist für die Maßgeblichkeit des Börsenwertes als Untergrenze zu berücksichtigen, dass der Mehrheitsaktionär den Ausschluss der Minderheitsaktionäre nur dann verlangen kann, wenn ihm Aktien der Gesellschaft in Höhe von mindestens 95% des Grundkapitals gehören. Ein Squeeze-out setzt also immer einen geringen Streubesitz der Aktien voraus. Dieser Umstand soll nach der Rechtsprechung allerdings nicht per se dazu führen, dass der Börsenwert stets wegen einer Marktmenge als Untergrenze der Barabfindung ausscheidet.⁶

Welche Kriterien für eine Marktmenge bei einem Squeeze-out heranzuziehen sind, ist umstritten:

- Teilweise wird vorgeschlagen, die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung heranzuziehen.⁷ Danach liegt eine Marktmenge vor, wenn für die Aktien der Gesellschaft an weniger als einem Drittel der Börsentage während des Referenzzeitraumes Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abweichen.
- Nach anderen Meinungen ist jedenfalls bei einem Streubesitz deutlich unter 5% ein effektiver Aktienhandel kaum feststellbar und deshalb eine Marktmenge zu bejahen.⁸ *Bungert* hält es für plausibel, einen Handel an mindestens der Hälfte der Tage im Referenzzeitraum und jedenfalls bei kleinen und mittelgroßen Gesellschaften ein Mindestvolumen von 3% zu fordern.⁹

2. Ermittlung des Börsenwertes

Ist der Börsenwert im konkreten Fall als Untergrenze der Barabfindung heranzuziehen, ist dieser anhand folgender Grundsätze zu ermitteln:

a) Gewichteter Durchschnittskurs als Referenzkurs

Es kommt auf einen Durchschnittskurs als Referenzkurs an. Das hat bereits das BVerfG in seinem „DAT/Altana“-Beschluss entschieden. Nach Auffassung des BVerfG kann nur so sichergestellt werden, dass der relevante Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt.¹⁰ Dem haben sich die übrige Rechtsprechung – so z.B. der BGH in seiner „Stollwerck“-Entscheidung vom 19.07.2010 – und die Literatur übereinstimmend angeschlossen, wobei nach ganz herrschender Auffassung ein dreimonatiger Referenzzeitraum heranzuziehen ist.¹¹

Bei der Ermittlung des Durchschnittsbörsenkurses bezogen auf den dreimonatigen Referenzzeitraum ist auf den nach Umsätzen **gewichteten** Durchschnittskurs abzustellen¹²: Soll ein sachgerechter Wert einer Beteiligung unter Anwendung von Börsenkursen ermittelt werden, muss bei deren Ermittlung nicht nur berücksichtigt werden, zu welchen Preisen überhaupt eine Feststellung zustande gekommen ist, sondern auch, welche Aktienzahl zu welchem Kurs den Eigentümer gewechselt hat. Ohne die Berücksichtigung von Umsatzvolumina – also ohne Gewichtung – käme es zwangsläufig zu Verzerrungen.

Die Gewichtung nach Umsätzen steht auch in Übereinstimmung mit der höchstrichterlichen Rechtsprechung, wonach der für die Barabfindung heranzuziehende Referenzkurs eine kontinuierliche Entwicklung des Börsenkurses in dem maßgebenden Zeitraum repräsentieren muss und nicht verfestigte, sprunghafte Entwicklungen unberücksichtigt bleiben müssen. Denn gerade das Umsatzvolumen bestimmt, ob ein Börsenkurs im Einzelfall als tragfähige Bemessungsgrundlage angesehen werden kann.

Schließlich spricht auch die parallele Bestimmung im Übernahmerecht für die Maßgeblichkeit des gewichteten Börsenkurses. Nach § 5 Abs. 1 WpÜG-Angebotsverordnung kommt es für die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten

und Pflichtangeboten auf den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs an.

b) Referenzzeitraum

Streitig war lange, wie der Referenzzeitraum zu ermitteln ist, insbesondere von welchem Zeitpunkt an der Referenzzeitraum zurückzurechnen ist: vom Zeitpunkt der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme oder vom Zeitpunkt der Hauptversammlung, die über die Strukturmaßnahme beschließt.

(1) „Stollwerck“-Entscheidung des BGH

Der BGH hat in seiner bislang einzigen Entscheidung zum Referenzzeitraum bei einem Squeeze-out, der „Stollwerck“-Entscheidung vom 19.07.2010, einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme für maßgeblich gehalten.¹³ Er ist damit ausdrücklich von seiner „DAT/Altana“-Entscheidung vom 12.03.2001¹⁴ abgerückt, in der der BGH bezogen auf Unternehmensverträge noch einen Referenzzeitraum von drei Monaten bis zum Tag der Hauptversammlung für maßgeblich hielt. Das OLG Stuttgart ist in seinem Beschluss vom 04.05.2011 der „Stollwerck“-Entscheidung ausdrücklich gefolgt.¹⁵

Auch schon die Rechtsprechung vor der „Stollwerck“-Entscheidung hatte sich insbesondere im Hinblick auf Squeeze-outs teilweise für einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Ad-hoc-Mitteilung oder sonstigen Bekanntmachung der Maßnahme ausgesprochen. So hat bereits das BVerfG in seiner Entscheidung zum Fall „Siemens/Nixdorf“ zu erkennen gegeben, dass es im Hinblick auf den intendierten Schutz der Minderheitsaktionäre besser sei, auf einen Referenzzeitraum im Vorfeld der Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen und nicht auf den Tag der Hauptversammlung, die über die entstehende Strukturmaßnahme entscheide.¹⁶ Dieser Auffassung sind das OLG Stuttgart, das OLG Düsseldorf und wohl auch das OLG Frankfurt am Main gefolgt.¹⁷ Die Literatur war ebenfalls bereits vor der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH überwiegend der Ansicht, dass der letzte Tag vor der Ad-hoc-Mitteilung bzw. Bekanntgabe der geplanten Maßnahme der Tag ist, an dem der Re-

ferenzzeitraum von drei Monaten für die Bestimmung des Börsendurchschnittskurses endet.¹⁸

Der zweite Teil des Beitrags wird sich in der folgenden Ausgabe mit der im Einzelfall ausnahmsweise gebotenen Anpassung des Referenzzeitraums beschäftigen und diese kritisch würdigen.

¹ BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 - AG 1999, 566 - „DAT/Altana“.

² BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 - AG 2010, 629 - „STOLLWERCK“.

³ BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 - AG 1999, 566 - „DAT/Altana“.

⁴ BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 - BVerfGE 100, 289, 308 ff. - „DAT/Altana“; bestätigt durch BVerfG, Nichtannahmebeschl. v. 29.11.2006 - 1 BvR 704/03 - ZIP 2007, 175, 177 f. - „Siemens/Nixdorf“; vgl. auch BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 20 - ZIP 2010, 1487, 1489 - „STOLLWERCK“.

⁵ Statt vieler: BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 - BVerfGE 100, 289, 308 ff. - „DAT/Altana“; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 31.01.2003 - 19 W 9/00 AktE - NZG 2003, 588, 590; siehe zur Marktengage auch BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 10 - ZIP 2010, 1487, 1489 - „STOLLWERCK“.

⁶ Zuletzt bestätigt durch das OLG Stuttgart, Beschl. v. 04.05.2011 - 20 W 11/08 C. II. 2. b) cc). Anderer Auffassung Gesmann-Nuisl, WM 2002, 1205, 1207, wonach bei einem Squeeze-out der Börsenkurs angesichts des geringen Streubesitzes von maximal 5% in der Regel keinen verlässlichen Anhaltspunkt für den wahren Wert der Aktie liefern kann.

⁷ Fleischer in: Großkommentar AktG, 4. Aufl. 2007, § 327b Rn. 17; Krieger, BB 2002, 53, 56; Grunewald in: MünchKomm AktG, 3. Aufl. 2010, § 327b Rn. 10; Puzskajler, BB 2003, 1692, 1694; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2008, § 327b Rn. 3; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 327b Rn. 5. In diese Richtung sowohl OLG Stuttgart, Beschl. v. 04.05.2011 - 20 W 11/08 C II. 2 b) cc). Ablehnend u.a.: Wasmann, BB 2007, 680, 682, mit dem Hinweis auf einen Fall, in dem Aktien vor dem Übertragungsbeschluss nur an fünf Tagen gehandelt wurden, und zwar sieben Stück, diese aber zum nahezu identischen, spekulationsgetrieben deutlich über den Ertragswert liegenden Kurs, so dass die

- Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung nicht erfüllt sind, sowie Angerer, BKR 2002, 260, 264, weil sich eine derartige schematisierende Betrachtung ausweislich der Rechtsprechung des BGH verbiete.
- ⁸ Habersack, ZIP 2001, 1230, 1238; Vetter, AG 2002, 176, 188 sowie Vetter, ZIP 2000, 1817, 1822.
- ⁹ Bungert, BB 2001, 1163, 1164.
- ¹⁰ BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 - AG 1999, 566 - „DAT/Altana“.
- ¹¹ Statt vieler: BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 20 - ZIP 2010, 1487, 1489 - „STOLLWERCK“; BGH, Beschl. v. 12.03.2001 - II ZB 15/00 - ZIP 2001, 734, 737 - „DAT/Altana“; OLG Stuttgart, Beschl. v. 04.05.2011 - 20 W 11/08 C. II. 2. b) aa); OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 - ZIP 2010, 274, 277; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 09.09.2009 - I-26 W 13/06 (AktE) - ZIP 2009, 2055, 2056 f.; KG Berlin, Beschl. v. 16.10.2006 - 2 W 148/01 - NZG 2007, 71; Bungert/Eckert, BB 2000, 1845, 1848 f.; Fleischer in: Großkommentar AktG, § 327b Rn. 18; Heidel/Lochner, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl. 2007, § 327b Rn. 8; Kocher/Widder, Der Konzern 2007, 351, 352; Hasselbach in: Kölner Kommentar, WpÜG, 2003, § 327b AktG Rn. 19; Puskajler, BB 2003, 1692, 1694; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, § 327b Rn. 5; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, 2007, § 327b Rn. 5; Wasmann, BB 2007, 680, 681 f.
- ¹² Vgl. BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 10 - ZIP 2010, 1487, 1489 - „STOLLWERCK“; OLG München, Beschl. v. 11.07.2006 - 31 Wx 41/05 - ZIP 2006, 1722, 1723; OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 - ZIP 2010, 274, 277; OLG Stuttgart, Beschl. v. 22.09.2009 - 20 W 20/06 - AG 2010, 42, 46; OLG Stuttgart, Beschl. v. 16.02.2007 - 20 W 6/06 - NZG 2007, 302, 305; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 09.09.2009 - I-26 W 13/06 (AktE) - NZG 2009, 1427; LG Köln, Beschl. v. 24.07.2009 - 82 O 10/08 - AG 2009, 835, 840; LG Frankfurt am Main, Beschl. v. 17.01.2006 - 3-5 O 75/03 - AG 2006, 757, 759; Kocher/Widder, Der Konzern 2007, 351, 352; Luttermann, EWIR 2010, 133, 134; Puskajler, BB 2003, 1692, 1694; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, § 327b Rn. 5; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, § 327b Rn. 5.
- ¹³ BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 - AG 2010, 629 - „STOLLWERCK“.
- ¹⁴ BGH, Beschl. v. 12.03.2001 - II ZB 15/00 - AG 2001, 417.
- ¹⁵ OLG Stuttgart, Beschl. v. 04.05.2011 - 20 W 11/08.
- ¹⁶ BVerfG, Nichtannahmebeschl. v. 29.11.2006 - 1 BvR 704/03 - ZIP 2007, 175, 177 f. - „Siemens/Nixdorf“.
- ¹⁷ OLG Stuttgart, Beschl. v. 16.02.2007 - 20 W 6/06 - NZG 2007, 302, 304; OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.02.2008 - 20 W 11/06 - OLGR Stuttgart 2008, 412, 413; OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 - ZIP 2010, 274, 277; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.03.2010 - 20 W 9/08 - AG 2010, 510, 513; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 09.09.2009 - I-26 W 13/06 (AktE) - ZIP 2009, 2055, 2057 ff.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 25.03.2009 - I-26 W 5/08 (AktE) - AG 2009, 873, 876; OLG Frankfurt am Main, Beschl. v. 09.01.2003 - 20 W 434/93 - AG 2003, 581, 582.
- ¹⁸ Vgl. Bungert/Eckert, BB 2000, 1845, 1848 f.; Drüke, DB 2000, 713, 714; Fleischer in: Großkommentar AktG, § 327b Rn. 18; Heidel/Lochner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, § 327b Rn. 8; Kocher/Widder, Der Konzern 2007, 351, 352; Hasselbach in: Kölner Kommentar, WpÜG, § 327b AktG Rn. 20; Meilicke/Heidel, DB 2001, 973, 975; Pluskat, NZG 2008, 365, 368; Puskajler, BB 2003, 1692, 1694; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, § 327b Rn. 5; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, § 327b Rn. 5; Wasmann, BB 2007, 680, 681 f.

AUFSÄTZE

1

Der Börsenwert als Untergrenze der Barabfindung beim Squeeze-out nach der "Stollwerck"-Entscheidung des BGH (Teil 2)

von Dr. Ulrich Block, LL.M., RA und Partner, v. Boetticher Hasse Lohmann, Berlin, Dr. Nina Leonard, RA'in, FA'in für Handels- und Gesellschaftsrecht und Partnerin, v. Boetticher Hasse Lohmann, München

A. Einleitung

Bei Strukturmaßnahmen nach Aktiengesetz oder Umwandlungsgesetz (Unternehmensverträge, Squeeze-outs, Eingliederungen, Verschmelzungen etc.) sind regelmäßig ausscheidende Aktionäre für ihre Aktien in bar oder in Form von Gesellschaftsanteilen abzufinden. Die Höhe der Abfindung wird zumeist auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens ermittelt. Seit der Entscheidung des BVerfG im Fall „DAT/Alta-na“ vom 27.04.1999¹ muss ausscheidenden Aktionären aber als Mindestbetrag der Abfindung grundsätzlich der Börsenwert der Aktien gewährt werden. Seit dieser Entscheidung ist die Praxis mit dem Problem konfrontiert, wie sich der Börsenwert der Aktien zutreffenderweise berechnet, insbesondere welche Referenzperiode für die Ermittlung eines durchschnittlichen Börsenkurses maßgeblich ist. Dabei geht es vor allem um die Frage, ob eine Referenzperiode unmittelbar vor der Hauptversammlung, die über die Strukturmaßnahme beschließt, oder eine Referenzperiode unmittelbar vor der öffentlichen Bekanntgabe der Maßnahme heranzuziehen ist. Zu dieser Frage hat der BGH nunmehr in seiner „Stollwerck“-Entscheidung vom 19.07.2010 im Zusammenhang mit einem Squeeze-out Stellung genommen und einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme für maßgeblich gehalten.² Diese Themenkomplexe umfasste der erste Teil des Beitrags in der letzten Ausgabe³.

Der vorliegende zweite Teil des Beitrags beschäftigt sich mit der im Einzelfall ausnahmsweise gebotenen Anpassung des Referenzzeitraums und würdigt diese kritisch.

Hinweis: Die Gliederung wird – um die Einheitlichkeit der Serie zu wahren - beibehalten und wird fortgeführt.

B. Die Rechtslage

I. Objektive Darstellung der Rechtslage

(2) Anpassung bei "Längerem Zeitraum"

Um Missbräuchen entgegen zu wirken, will der BGH die Entwicklung des Börsenwerts zwischen Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens und der Hauptversammlung ausnahmsweise berücksichtigen, wenn zwischen der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens und dem Tag der Hauptversammlung ein „längerer Zeitraum“ verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung „geboten“ erscheinen lässt. Ein „längerer Zeitraum“ soll nach der „Stollwerck“-Entscheidung verstrichen sein, wenn zwischen der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens und der Hauptversammlung neun Monate liegen. In einer nachträglichen Berichtigung der Entscheidung musste der BGH die Frist auf siebeneinhalb Monate herabsetzen, da das Gericht ursprünglich irrtümlich angenommen hatte, der Zeitraum im Fall „Stollwerck“ habe neun Monate betragen.⁴

Der BGH hat in der „Stollwerck“-Entscheidung zwar nicht abschließend entschieden, wann ein „längerer Zeitraum“ anzunehmen ist. Er hat allerdings klargestellt, dass die Anpassung des Referenzkurses ein Korrektiv für einen übermäßig langen Zeitraum zwischen Ende des Referenzzeitraumes und der Hauptversammlung ist. Die Minderheitsaktionäre sollen davor geschützt werden, dass der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens ermittelte Börsenwert missbräuchlich zugunsten des Hauptaktionärs festgeschrieben wird, ohne dass der angekündigte Squeeze-out (zunächst) umgesetzt wird, und die Minderheitsaktionäre auf diese Weise von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden. Deshalb kommt ein „längerer Zeitraum“ überhaupt nur in Betracht, wenn die Zeit zwischen der Bekanntgabe des Squeeze-out und der Hauptversammlung im konkreten Fall erheblich über dem Durchschnitt der bei einem Squeeze-out üblicherweise benötigten Zeit liegt. Dabei ist zu berücksichtigen, dass zwischen der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens

bis zur Hauptversammlung eine Vielzahl aufwendiger Maßnahmen durchgeführt werden müssen.

So müssen nach Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens insbesondere

- eine Unternehmensbewertung durchgeführt werden;
- ein umfangreicher Übertragungsbericht erstellt und abgestimmt werden;
- ein Antrag auf gerichtliche Bestellung des Angemessenheitsprüfers gestellt werden;
- der gerichtlich bestellte Angemessenheitsprüfer die Angemessenheit der Barabfindung prüfen und einen Prüfungsbericht erstellen;
- die Geschäftsführung des Hauptaktionärs, der Aufsichtsrat und der Vorstand der Gesellschaft unter Berücksichtigung der jeweiligen Ladungsfrist zu Sitzungen einberufen werden, die den Squeeze-out zum Gegenstand haben;
- die Bankgarantie abgestimmt und eingeholt werden;
- die Broschüre mit dem Übertragungsbericht gedruckt werden;
- die Hauptversammlung vorbereitet (so durch Anmietung eines geeigneten Raumes, Beauftragung von Beratern, eines Notariats, ggf. Übersetzern und sonstigen Dienstleistern) und unter Berücksichtigung der Ladungsfrist einberufen werden; dabei gilt, dass von der Einberufung an bereits u.a. der Übertragungsbericht und der Prüfungsbericht auszulegen sind, die Einberufung also erst nach deren Fertigstellung veröffentlicht werden kann.

Vor diesem Hintergrund hat Goette, der als Vorsitzender Richter des II. Zivilsenats des BGH maßgeblich an der „Stollwerck“-Entscheidung beteiligt war, auf der Jahrestagung der Vereinigung für Gesellschaftsrecht (VGR) am 12.11.2010 ausdrücklich klargestellt, dass siebeneinhalb Monate die untere Grenze eines „längeren Zeitraums“ darstellen.⁵ Das OLG Stuttgart hat in seinem Beschluss vom 04.05.2011⁶ in diesem Sinne klargestellt, dass ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten zwischen Bekanntmachung des Squeeze-out-Verlangens

und Hauptversammlung keine Anpassung des Durchschnittsbörsenkurses während des dreimonatigen Referenzzeitraums begründen kann. Es entspricht auch der einhelligen Auffassung in der Literatur, dass jedenfalls bei sechs Monaten zwischen Bekanntmachung des Squeeze-out-Verlangens und Hauptversammlung kein „längerer Zeitraum“ vorliegt.⁷

(3) "Gebotensein" der Anpassung

Selbst wenn ausnahmsweise ein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens und der Hauptversammlung verstrichen sein sollte, führt dies noch nicht automatisch zu einer Anpassung des Börsenwertes. Nach der „Stollwerck“-Entscheidung sollen die Minderheitsaktionäre bei Verstreichen eines „längeren Zeitraums“ dadurch vor einem Missbrauch durch die Hauptaktionärin geschützt werden, dass

„der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochgerechnet wird (...), wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als dem Ende des Referenzzeitraums und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt.“⁸

(a) Vergleichsmaßstab

Es kommt danach auf die Entwicklung der Börsenkurse zwischen der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens und der Hauptversammlung an, wobei der BGH offen gelassen hat, ob auf die allgemeine oder branchentypische Kursentwicklung abzustellen ist. Zwecks Vergleichbarkeit und im Interesse der Rechtssicherheit sollte u.E. auf die branchentypische Kursentwicklung und dabei nur auf die Entwicklung von Branchenindices abgestellt werden, in denen die Aktien der Gesellschaft notiert sind.⁹

(b) Erheblichkeit

Nach dem BGH ist eine Anpassung nur dann vorzunehmen, wenn diese aufgrund der Entwicklung der Börsenkurse „geboten“ erscheint. Eine Anpassung kommt deshalb nur in Betracht, wenn sie zu einer erheblichen Erhöhung der Abfindung führt. U.E. setzt das voraus, dass der branchentypische Börsenkurs zwischen Bekanntma-

chung des Squeeze-out-Verlangens und Hauptversammlung um deutlich mehr als 5% gestiegen ist.¹⁰ Anderenfalls kann von einem „Gebotensein“ einer Anpassung keine Rede sein. Liegt der Börsenwert während der Referenzperiode vor der Bekanntgabe der Maßnahme unter dem Ertragswert, so kommt eine Anpassung der Barabfindung nur in Betracht, wenn die Anpassung zu einer Abfindung führt, die um deutlich mehr als 5% über dem Ertragswert liegt.

II. Stellungnahme

Zu begrüßen ist, dass der BGH in der „Stollwerck“-Entscheidung klargestellt hat, dass zur Ermittlung des Börsenwertes auf einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme abzustellen ist. Sehr bedauerlich und für die Praxis mit Rechtsunsicherheit und entsprechenden Kosten verbunden sind dagegen die Ausführungen des BGH zum „längeren Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und Hauptversammlung und zu einer etwaigen Anpassung unter Berücksichtigung der Entwicklung der Börsenkurse. Hierzu sollten u.E. folgende Maßgaben gelten:

- Keinesfalls liegt ein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung vor, wenn dieser Zeitraum sechs Monate beträgt.
- Auch ein über sechs Monate hinausgehender Zeitraum zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung ist in der Regel unbedenklich. Anlass für die Prüfung einer Anpassung besteht u.E. nur dann, wenn der Zeitraum zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung neun Monate übersteigt.
- Auch im Falle eines Übersteigens eines Zeitraums von neun Monaten zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung kommt eine Anpassung des Börsenwertes unter Berücksichtigung zwischenzeitlicher Börsenkursentwicklungen nur dann in Betracht, wenn sich der Zeitablauf als „missbräuchlich“ darstellt, d.h. wenn der Hauptaktionär, der die Strukturmaßnahme betreibt, bewusst ein

niedriges Börsenkursniveau im Vorfeld der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ausnutzen will. Ein solcher Missbrauch liegt nicht vor, wenn es sachliche Gründe für den Zeitablauf gibt.

- Auch wenn ein missbräuchlich „längerer Zeitraum“ zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung liegt, kommt eine Anpassung des Börsenwertes nur dann in Betracht, wenn diese „geboten“ ist. Dazu muss u.E. der zu ermittelnde angepasste Börsenwert um deutlich mehr als 5% höher sein als der ursprünglich ermittelte Börsenwert. Liegt der ursprünglich ermittelte Börsenwert unter dem Ertragswert, so muss der angepasste Börsenwert den Ertragswert um deutlich mehr als 5% übersteigen, damit eine Anpassung in Betracht kommt.

Ist eine Anpassung angezeigt, so ist diese ausschließlich unter Berücksichtigung der Kursentwicklungen derjenigen Branchenaktienindices vorzunehmen, in denen die Aktien des zu bewertenden Unternehmens gelistet waren.

C. Auswirkungen für die Praxis

Solange der BGH die Defizite seiner „Stollwerck“-Entscheidung nicht durch weitere Rechtsprechung korrigiert, sollte die Praxis für die Durchführung von Strukturmaßnahmen vorsorglich folgende Maßgaben beachten:

- Zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung sollte möglichst ein Zeitraum von sechs Monaten liegen. Ein Überschreiten um einen Monat dürfte allerdings auch im Licht der „Stollwerck“-Entscheidung unproblematisch sein.
- Überschreitet der Zeitraum zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung sieben Monate, sollte vorsorglich die Entwicklung der Börsenkurse von der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bis zur Hauptversammlung beobachtet werden, wobei höchst vorsorglich sowohl die Entwicklung der Aktienindices, in denen die Aktien des

zu bewertenden Unternehmen gelistet sind, als auch die sonstigen Indices der einschlägigen Branche und die allgemeine Kursentwicklung berücksichtigt werden sollten. Steigen diese Indices ganz oder teilweise um deutlich mehr als 5%, so sollte eine Anpassung des Börsenwertes in Betracht gezogen werden. Liegt der ursprünglich ermittelte Börsenwert gemäß Referenzperiode vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme unter dem Ertragswert, kommt es auf die Entwicklung der sonstigen Börsenkurse nur dann an, wenn der angepasste Börsenwert den Ertragswert um deutlich mehr als 5% übersteigt.

Es sei betont, dass diese Maßgaben nur empfohlen werden, um den Rechtsunsicherheiten, welche die „Stollwerck“-Entscheidung des BGH verursacht hat, vorzuzugun. Es ist zu hoffen, dass der BGH in künftigen Entscheidungen seine Rechtsprechung im Sinne unserer Stellungnahme zu B.II. klarstellt.

D. Literaturempfehlungen

Bücker, Die Berücksichtigung des Börsenkurses bei Strukturmaßnahmen – BGH revidiert DAT/Altana, NZG 2010, 967.

Hasselbach/Ebbinghaus, Auswirkungen der Stollwerck-Entscheidung des BGH auf die Transaktions- und Bewertungspraxis bei börsennotierten Gesellschaften, Der Konzern 2010, 467.

Zeeck/Reichard, Der Referenzzeitraum für die Bestimmung des Börsenwerts eines Unternehmens bei Strukturmaßnahmen, AG 2010, 699.

der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung am 12.11.2010, 2011, 1, 54 f.

- 6 OLG Stuttgart, Beschl. v. 04.05.2011 - 20 W 11/08.
- 7 Bücker, NZG 2010, 967, 970; Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2229; Hasselbach/Ebbinghaus, Der Konzern 2010, 467, 473; Neumann/Ogorek, DB 2010, 1869, 1871; Schmidt-Versteyl, jurisPR-HaGesR 10/2010, Anm. 2; Schult/Nikoleyczik, GWR 2010, 467, 468.
- 8 BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 29 f. - ZIP 2010, 1487, 1489 „STOLLWERCK“.
- 9 So bereits Weber, ZGR 2004, 280, 287, auf dessen Ausführungen sich der BGH in seiner „STOLLWERCK“-Entscheidung gestützt hat; ebenso Bücker, NZG 2010, 967, 971; Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2230; Schult/Nikoleyczik, GWR 2010, 467, 469.
- 10 Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2230, wonach sogar eine Steigerung um 10% erforderlich ist.

1 BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 - AG 1999, 566 „DAT/Altana“.

2 BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 - AG 2010, 629 „STOLLWERCK“.

3 Vgl. AnwZert HaGesR 14/2011, Anm. 1.

4 BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 29 f. - ZIP 2010, 1487, 1489 „STOLLWERCK“.

5 Goette, Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, Band zur 13. Jahrestagung