

## Angemessene Barabfindung bei Squeeze-out

### Leitsätze:

**1a. Für den Börsenkurs, der bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre nicht unberücksichtigt bleiben darf, ist maßgeblich der nach Umsatz gewichtete Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung des Squeeze-out (vgl. BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 10 - ZIP 2010, 1487 "Stollwerck").**

**1b. Eine Hochrechnung des Börsenwertes entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hat jedenfalls dann nicht zu erfolgen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein Zeitraum von nicht mehr als sechs Monaten verstrichen ist.**

**1c. Alleine der für den Fall eines Squeeze-out typischer Weise geringe Streubesitz rechtfertigt es nicht, von der Berücksichtigung des Börsenkurses abzusehen.**

**2. Eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie ist auch nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften empirisch nicht möglich. Eine Orientierung der Prämie zwischen dem geometrischen und dem arithmetischen Mittelwert ist weiterhin angemessen.**

Anmerkung zu OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2011, 20 W 11/08

von **Dr. Ulrich Block**, LL.M. (Tulane), 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. Problemstellung

Ein Mehrheitsaktionär, dem Aktien in Höhe von mindestens 95% des Grundkapitals einer Aktiengesellschaft gehören (Hauptaktionär), hat die Möglichkeit, gemäß den §§ 327a ff. AktG die Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung zu beschließen (Squeeze-out). Zur Festsetzung der angemessenen Barabfindung wird regelmäßig eine Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt. Der Hauptaktionär hat die Barabfindung in einem Übertragungsbericht zu erläutern und zu begründen (§§ 327b, 327c Abs. 2 Satz 1 AktG). Die Angemessenheit der Barabfindung ist durch einen gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer zu prüfen (§ 327c Abs. 2 Satz 2 AktG). Mit Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister gehen die Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär über (§ 327c Abs. 3 Satz 1 AktG).

Halten Minderheitsaktionäre die festgelegte Barabfindung für unangemessen niedrig, so können sie hierauf zwar nicht die Anfechtung des Übertragungsbeschlusses stützen, sie können die Angemessenheit der Barabfindung aber in einem Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrensgesetz (kurz: „SpruchG“) überprüfen lassen (§ 327f Satz 1 und Satz 2 AktG).

Im Spruchverfahren sind regelmäßig insbesondere folgende Bewertungsparameter und Bewertungsgrundlagen im Streit:

Unternehmensplanung,

Basiszinssatz,

Marktrisikoprämie,

Betafaktor,

Wachstumsabschlag,

Börsenwert als Untergrenze der Abfindung.

In dem vorliegenden Beschluss des OLG Stuttgart geht es um die Barabfindung der Min-

derheitsaktionäre der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft. Die Hauptversammlung dieser Gesellschaft beschloss am 26.06.2007 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Rheinmetall Berlin Verwaltungsgesellschaft mbH gegen Zahlung einer Barabfindung von 36,76 Euro pro Aktie. Der Übertragungsbeschluss wurde am 28.09.2007 in das Handelsregister eingetragen.

Im nachfolgenden Spruchverfahren wies das LG Stuttgart die Anträge auf Erhöhung der Barabfindung zurück. Die hiergegen gerichteten sofortigen Beschwerden (nachfolgend als „AS-Beschwerden“ bezeichnet) gaben dem OLG Stuttgart Gelegenheit, zu einer Vielzahl von Bewertungsfragen Stellung zu nehmen.

## B. Inhalt und Gegenstand der Entscheidung

Nach dem OLG Stuttgart sind sämtliche AS-Beschwerden zulässig, aber nicht begründet.

Zur Zulässigkeit der AS-Beschwerden stellt das Oberlandesgericht klar, dass für sofortige Beschwerden gegen Entscheidungen in Spruchverfahren, die vor dem 01.09.2009 eingeleitet wurden, noch das SpruchG in der Fassung bis 31.08.2009 gilt mit der Folge, dass eine Begründung der AS-Beschwerden nicht erforderlich war (streitig; siehe hierzu Kubis in: MünchKomm AktG, 3. Aufl. 2010, § 12 SpruchG Rn. 3 sowie die abweichende Auffassung von Wilske in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 2005, § 12 Rn. 31). Zudem hält es an seiner bisherigen Rechtsprechung (so z.B. OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 Rn. 76) fest, dass eine Unterbrechung des Verfahrens bei Tod eines Verfahrensbeteiligten in entsprechender Anwendung von § 239 ZPO im Spruchverfahren nicht in Betracht kommt.

Zur Begründetheit der AS-Beschwerden führt das OLG Stuttgart aus, dass die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung keinen Erfolg haben:

Die angebotene Barabfindung sei, so das Oberlandesgericht, nur dann unangemessen, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums biete. Die angebotene Barabfindung müsse – so schon das BVerfG in seinem „DAT/Altana“-Beschluss vom 27.04.1999 (1 BvR 1613/94 - BVerfGE 100, 289, 309 f.) – deshalb dem Verkehrs-

wert entsprechen. Der Verkehrswert des Aktieneigentums sei entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Das OLG Stuttgart stellt in diesem Zusammenhang klar, dass ausweislich der „DAT/Altana“-Entscheidung des BVerfG das Verfassungsrecht keine bestimmte Wertermittlungsmethode vorgebe und die mit unterschiedlichen Methoden wie dem Ertragswertverfahren oder marktorientierten Methoden (etwa einer Orientierung an Börsenkursen) ermittelten rechnerischen Ergebnisse nicht unmittelbar den Verkehrswert der Gesellschaft oder der einzelnen Aktie wiedergäben, sondern lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO lieferten.

Das OLG Stuttgart kommt zu dem Ergebnis, dass die Barabfindung von 36,76 Euro je Stückaktie, die von dem Mehrheitsaktionär angeboten wurde, nicht unangemessen sei und es keiner weiteren Gutachten zum Unternehmenswert bedürfe. Zur Begründung setzt sich das OLG Stuttgart u.a. mit den einzelnen Rügen der Beschwerdeführer auseinander. Auf jede einzelne Rüge einzugehen, würde den Umfang dieses Beitrags sprengen, weshalb die Schwerpunkte hier auf den Börsenwert als Untergrenze der Barabfindung und die Berechnung der Marktrisikoprämie gelegt werden und ergänzend auf die Ausführungen des OLG Stuttgart zu Unternehmensplanung, Basiszinssatz, Betafaktor und Wachstumsabschlag eingegangen wird.

### I. Börsenwert als Untergrenze der Barabfindung

Das OLG Stuttgart führt zunächst aus, dass der Börsenwert der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft bei der Festsetzung der angemessenen Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre im Einklang mit dem „DAT/Altana“-Beschluss des BVerfG nicht unberücksichtigt bleiben darf (BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94 - BVerfGE 100, 289, 308 ff. „DAT/Altana“; bestätigt durch BVerfG, Beschl. v. 29.11.2006 - 1 BvR 704/03 - ZIP 2007, 175, 176 „Siemens/Nixdorf“; vgl. auch BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 20 - ZIP 2010, 1487, 1489 „STOLLWERCK“).

#### 1. Ermittlung des Börsenwertes

Unter Hinweis auf die richtungweisende Entscheidung des BGH zur Bestimmung des maßgeblichen Börsenwerts als Untergrenze der Barabfindung bei einem Squeeze-out, der „STOLL-

WERCK“-Entscheidung vom 19.07.2010 (II ZB 18/09 RN. 20 - ZIP 2010, 1487, 1489), hält das OLG Stuttgart für den Börsenwert den nach Umsatz gewichteten Börsendurchschnittskurs während eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze-outs für maßgeblich. Es weist ausdrücklich darauf hin, dass für eine Vorlage der Frage, wie der maßgebliche Börsenwert zu ermitteln ist, an den BGH kein Raum bleibe, weil der BGH in der „STOLLWERCK“-Entscheidung ausdrücklich von seiner früheren Auffassung abgerückt sei, nach der es auf den Börsendurchschnittskurs während eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor dem Tag der Hauptversammlung (und nicht vor Bekanntgabe der Maßnahme) ankam (BGH, Beschl. v. 12.03.2001 - II ZB 15/00 - ZIP 2001, 734, 737 „DAT/Altana“).

## 2. Marktmenge bei Squeeze-out

Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin Rheinmetall Berlin Verwaltungsgesellschaft mbH hält das Oberlandesgericht den Börsenwert nicht für unbeachtlich, weil nur ca. 2,4% der Aktien der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft während des Referenzzeitraums gehandelt wurden. Ein geringes Handelsvolumen allein begründe noch keine Marktmenge, die den Börsenwert als Untergrenze der Barabfindung untauglich erscheinen lasse. Es müssten vielmehr – so das OLG Stuttgart – weitere Umstände dazu führen, dass der einzelne Aktionär nicht in der Lage sei, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern. Ein solcher Umstand könne etwa darin gesehen werden, dass über einen längeren Zeitraum praktisch kein Handel stattfindet. Das OLG Stuttgart befasst sich nicht weiter damit, wann ein solcher Fall anzunehmen ist, weil an allen Handelstagen ein Handel mit den Aktien der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft stattgefunden hat.

## 3. Anpassung bei „längerem Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe des Squeeze-outs und dem Tag der Hauptversammlung

Schließlich befasst sich das OLG Stuttgart mit den Vorgaben des BGH in der „STOLLWERCK“-Entscheidung, wonach der Börsenwert, d.h. der umsatzgewichtete Börsendurchschnittskurs während eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Squeeze-outs, ausnahmsweise anzupassen ist, wenn zwischen der Bekanntgabe des Squeeze-outs und dem

Tag der Hauptversammlung ein „längerer Zeitraum“ liegt und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung „geboten“ erscheinen lässt (BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 29 f. - ZIP 2010, 1487, 1489 „STOLLWERCK“). Nach dem OLG Stuttgart scheidet eine solche Anpassung aus, weil zwischen der Bekanntgabe des Squeeze-outs und dem Tag der Hauptversammlung lediglich rund viereinhalb Monate lagen. Unter Berücksichtigung des Aufwands für Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung sei jedenfalls ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten noch kein „längerer“ Zeitraum.

## II. Berechnung der Marktrisikoprämie

In seiner Entscheidung befasst sich das OLG Stuttgart ausführlich mit der Berechnung der Marktrisikoprämie.

### 1. Überblick

Im Rahmen einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren werden die prognostizierten künftigen Zuflüsse an die Anteilseigner mit einem Kapitalisierungszinssatz auf ihren Wert zum Stichtag der Unternehmensbewertung (hier: 26.06.2007) diskontiert. Auf der Basis des Tax Capital Asset Pricing Models (Tax-CAPM), welches auch der streitgegenständlichen Unternehmensbewertung zugrunde lag, setzt sich der Kapitalisierungszinssatz aus einem Basiszinssatz (nach Steuern) und einem Risikozuschlag zusammen. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite quasi-risikofreier Staatsanleihen. Der Risikozuschlag wiederum berücksichtigt, dass eine Investition in Aktien für den Anleger mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in quasi-risikofreie Staatsanleihen. Er errechnet sich nach dem Tax-CAPM anhand einer Marktrisikoprämie (nach Steuern), multipliziert mit dem Betafaktor. Die Marktrisikoprämie ist eine empirisch ermittelte Marge, um die die Renditen von Aktieninvestitionen die Erträge aus der Anlage in quasi-risikofreie Staatsanleihen durchschnittlich übersteigen.

Der Streit über die Höhe der Marktrisikoprämie nimmt in Spruchverfahren regelmäßig einen breiten Raum ein. Dabei ist es das Bestreben der Antragsteller, die Marktrisikoprämie möglichst „herunterzurechnen“, denn ein niedrigerer Kapitali-

sierungszinssatz führt zu einem höheren Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag.

Die Marktrisikoprämie wird für den deutschen Kapitalmarkt aufgrund empirischer Studien ermittelt, die die Wertentwicklung von Aktien mit denjenigen von Bundesanleihen über mehrere Jahrzehnte vergleichen. Die existierenden empirischen Studien unterscheiden sich methodisch und gelangen zu unterschiedlich hohen Marktrisikoprämien. Dabei spielt auch eine Rolle, ob die jeweilige Studie bei der Berechnung der Durchschnittsrenditen von Aktien das arithmetische oder das geometrische Mittel anwendet. Bei der Anwendung des arithmetischen Mittels werden die Renditen der einzelnen Betrachtungsintervalle zusammengezählt und die Summe durch die Anzahl der Intervalle geteilt. Dagegen wird das geometrische Mittel dadurch gebildet, dass die Renditen der Intervalle miteinander multipliziert und aus dem Produkt die Wurzel gezogen wird, die der Zahl der Intervalle entspricht. Diejenigen Studien, die das arithmetische Mittel anwenden, kommen in der Regel zu höheren Marktrisikoprämien als jene, welche das geometrische Mittel verwenden (Überblick bei Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 233). Ob das arithmetische oder das geometrische Mittel die Realität besser abbildet, ist umstritten.

Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung (AKU) des Instituts der Wirtschaftsprüfer Deutschland e.V. (IDW) hat für die Marktrisikoprämie unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens, d.h. vor Einführung der Abgeltungsteuer, einen Wert zwischen 5,0 bis 6,0% nach Steuern empfohlen (AKU, FN-IDW 2005, 70, 71). Diese Empfehlung basiert auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (Stehle, WPg 2004, 906). In seiner Studie hat Stehle für den Zeitraum 1955 bis 2003 auf Basis des C-DAX eine Marktrisikoprämie von 6,66% und auf Basis des DAX eine Marktrisikoprämie von 7,04%, jeweils nach Steuern, ermittelt. Dabei hat Stehle das arithmetische Mittel zur Durchschnittsbildung angewandt. U.a. wegen des wissenschaftlichen Streits darüber, ob das arithmetische oder das geometrische Mittel vorzugswürdig ist, hat Stehle einen Sicherheitsabschlag von 1 bis 1,5% für vertretbar gehalten und als Schätzwert eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5% empfohlen (Stehle, WPg 2004, 906-927). Dieser Wert wurde auch der Unternehmensbe-

wertung der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft zugrundegelegt.

## 2. Entscheidung des OLG Stuttgart

Das OLG Stuttgart führt zunächst aus, dass sich die Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht empirisch genau festlegen lässt (Rn. 176). Das OLG Stuttgart hält deshalb an seiner bisherigen Rechtsprechung fest, nach der die Marktrisikoprämie gemäß § 287 Abs. 2 ZPO geschätzt werden könne und bei Anwendung des Tax-CAPM nach IDW S1 2005 eine Schätzung von 5,5% sachgerecht sei (Rn. 177, 247).

Die Rügen der Beschwerdeführer gegen die zugrundeliegende Stehle-Studie von 2004 weist das OLG Stuttgart zurück. Insbesondere habe Stehle die Ergebnisse seiner Studie aus dem Jahr 2004 nicht etwa durch seine neuere Studie vom 20.07.2010 revidiert. In der neueren Studie sei es nicht um eine Unternehmensbewertung, sondern um die optimale Kapitalanlage bei einem Anlagehorizont von 30 Jahren gegangen. Das dort angewandte geometrische Mittel sei nach Stehle für Unternehmensbewertungen nicht relevant (Rn. 244 bis 247). Der Streit, ob im Rahmen der Unternehmensbewertung zur Ermittlung der Marktrisikoprämie das geometrische oder das arithmetische Mittel vorzuziehen sei, müsse – so das OLG Stuttgart – nicht entschieden werden. Es erscheine angemessen, anknüpfend an die Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW (AKU, FN-IDW 2005, Rn. 70, 71), die den Meinungsstreit über die richtige Mittelwertbildung bereits berücksichtigte, sich im Wege der Schätzung an der Mitte der Bandbreite von 5,0 bis 6,0% zu orientieren (Rn. 196 f.).

## C. Kontext der Entscheidung

### I. Börsenwert als Untergrenze der Abfindung

Mit der Ermittlung des Börsenwerts als Untergrenze der Barabfindung folgt das OLG Stuttgart der „STOLLWERCK“-Entscheidung des BGH (Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 29 f. - ZIP 2010, 1487, 1489). Auch schon vor der „STOLLWERCK“-Entscheidung hatten sich das OLG Stuttgart und einige andere Oberlandesgerichte sowie die überwiegende Literatur insbesondere im Hinblick auf Squeeze-outs für einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe

des Squeeze-outs ausgesprochen (so z.B. 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 - OLG Stuttgart 2008, 412, 413; OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 - ZIP 2010, 274, 277; OLG Stuttgart, Ur. v. 17.03.2010 - 20 W 9/08 - AG 2010, 510, 512; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 09.09.2009 - I-26 W 13/06 (AktE), 26 W 13/06 (AktE) - ZIP 2009, 2055, 2057 ff.; Burgert/Eckert, BB 2000, 1845, 1848 f.; Kocher/Widder, Der Konzern 2007, 351, 355; Pluskat, NZG 2008, 365, 368; Puskajler, BB 2003, 1692, 1694).

Das OLG Stuttgart konkretisiert zudem, wann kein „längerer Zeitraum“ zwischen Bekanntgabe des Squeeze-outs und Tag der Hauptversammlung anzunehmen ist. Der BGH hat diese Frage in der „STOLLWERCK“-Entscheidung nicht entschieden. Das OLG Stuttgart schließt sich der einhelligen Auffassung in der Literatur an, dass jedenfalls sechs Monate zwischen Bekanntgabe des Squeeze-outs und dem Tag der Hauptversammlung kein „längerer Zeitraum“ sind (siehe nur Bücken, 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).

## II. Marktrisikoprämie

Mit seiner Feststellung, dass eine eindeutige Festlegung der Marktrisikoprämie auch nach dem aktuellen Stand der Wissenschaft empirisch nicht möglich und deshalb eine Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO vorzunehmen ist, bewegt sich das OLG Stuttgart auf dem Boden seiner eigenen und der überwiegenden sonstigen oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung. Die Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern liegt ebenfalls auf der Linie der überwiegenden OLG-Rechtsprechung, die unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens Nach-Steuer-Marktrisikoprämien von 5 bis 6% annimmt (KG Berlin, Beschl. v. 14.01.2009 - 2 W 68/07 - Der Konzern 2009, 422, 425; OLG Stuttgart Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 Rn. 220; OLG Celle, Beschl. v. 19.04.2007 - 9 W 53/06 - AG 2007, 865, 867; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 20.10.2005 - I-19 W 11/04 AktE - AG 2006, 287; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 31.01.2003 - 19 W 9/00 AktE - AG 2003, 329, 333).

Da der Bewertungsstichtag für die streitgegenständliche Unternehmensbewertung vor dem 01.01.2009 lag, hatte das OLG Stuttgart jedoch nicht zu entscheiden, in welcher Höhe die Marktrisikoprämie nach der Umstellung der Besteuerung von Anteilen an Kapitalgesellschaften vom bisherigen Halbeinkünfteverfahren auf die Abgeltungsteuer berechnet werden sollte. Hierzu liegen bislang keine empirischen Erkenntnisse vor. In der betriebswirtschaftlichen Literatur wird angenommen, dass die Nach-Steuer-Marktrisikoprämie aufgrund der Einführung der Abgeltungsteuer wohl tendenziell sinken wird, da die Anleger die steuerlichen Nachteile, die ihnen aufgrund der Abgeltungsteuer entstehen, voraussichtlich nicht in voller Höhe durch eine höhere Vorsteuerrendite werden kompensieren können (Wagner/Saur/Willershausen, WPg 2008, 731, 737, 738 f., 741; Zeidler/Schöninger/Tschöpel, FB 2008, 276, 285 f.; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2009, 115 f.). Zeidler/Schöninger/Tschöpel errechnen unter dieser Prämisse eine Marktrisikoprämie nach Abgeltungsteuer in Höhe von 4,53% (Zeidler/Schöninger/Tschöpel, FB 2008, 276, 287). Der Fachausschuss Unternehmensbewertung des IDW empfiehlt unter den Bedingungen der Abgeltungsteuer eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,5% (FAUB, FN-IDW 2009, 696, 697).

## D. Auswirkungen für die Praxis

### I. Börsenwert

Für die Praxis ist zu beachten, dass bis zu einer weiteren Konkretisierung durch die Rechtsprechung zwischen der Bekanntgabe einer Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung möglichst ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten liegen sollte. Überschreitet der Zeitraum zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung einen Zeitraum von sechs Monaten, sollte vorsorglich die Entwicklung der Börsenkurse von der Bekanntgabe der Strukturmaßnahmen bis zur Hauptversammlung beobachtet werden, wobei bis zu einer Klarstellung durch die Rechtsprechung höchst vorsorglich sowohl die Entwicklung der Aktienindices, in denen die Aktien der zu bewertenden Gesellschaft gelistet sind, als auch die sonstigen Indices der einschlägigen Branchen und die allgemeine Kursentwicklung berücksichtigt werden sollten. Steigen diese Indices ganz

oder teilweise um deutlich mehr als 5%, so sollte vorsorglich eine Anpassung des Börsenwertes im Lichte der „STOLLWERCK“-Entscheidung des BGH in Betracht gezogen werden.

## II. Marktrisikoprämie

Soweit für Unternehmensbewertungen noch Bewertungsstichtage vor der Einführung der Abgeltungsteuer, d.h. vor dem 01.01.2009, relevant sind (etwa im Rahmen anhängiger Spruchverfahren), erscheint der Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern auf der Basis der Entscheidung des OLG Stuttgart und im Lichte der sonstigen Rechtsprechung angemessen. Für Unternehmensbewertungen auf Stichtage ab dem 01.01.2009 sollte berücksichtigt werden, dass empirische Erkenntnisse zur Marktrisikoprämie bislang nicht vorliegen und das IDW wegen der daraus resultierenden Unsicherheit vorsorglich einen Ansatz einer Marktrisikoprämie von lediglich 4,5% nach Steuern empfiehlt.

## E. Weitere Themenschwerpunkte der Entscheidung

Das OLG Stuttgart befasst sich in seiner Entscheidung auch mit einer Vielzahl weiterer Aspekte der Unternehmensbewertung, die regelmäßig Gegenstand von Spruchverfahren sind. Daraus sollen die Aspekte Unternehmensplanung, Basiszinssatz, Betafaktor und Wachstumsabschlag kurz beleuchtet werden.

### I. Unternehmensplanung

Das OLG Stuttgart hält fest, dass die Planungen des zu bewertenden Unternehmens und die darauf aufbauenden Prognosen der Erträge gerichtlich nur eingeschränkt überprüfbar sind. Planungen und Prognosen, so das Oberlandesgericht, sind das Ergebnis unternehmerischer Entscheidungen der Geschäftsführung. Diese Entscheidungen müssten auf zutreffenden Informationen beruhen, realistische Annahmen zugrundelegen und widerspruchsfrei sein. Es sei aber nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, die Planungen und Prognosen des Unternehmens durch eigene Annahmen des Gerichts zu ersetzen (Rn. 108, 117, 152; so auch BGH, Beschl. v. 12.03.2001 - II ZB 15/00 - NZG 2001, 603, 604 f.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.03.2010 - 20 W 9/08 Rn. 93, 106; OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 Rn. 137, 146 bis 148, 193; OLG Stuttgart, Beschl. v. 26.10.2006 - 20 W 14/05 Rn. 28; OLG

Stuttgart, Beschl. v. 14.02.2008 - 20 W 9/06 - AG 2008, 783, 784, 788; OLG Stuttgart, Beschl. v. 08.03.2006 - 20 W 5/05 - AG 2006, 420, 423, 425; OLG Frankfurt, Beschl. v. 09.02.2010 - 5 W 33/09 - ZIP 2010, 729 f., 730 f.).

### II. Basiszinssatz

Zum Basiszinssatz (Rendite quasi-risikofreier Staatsanleihen) führt das OLG Stuttgart aus, dass dieser nicht aus Zinssätzen zu ermitteln ist, die am Bewertungsstichtag zu beobachten sind, sondern eine Verzinsung widerspiegeln soll, die aus Sicht des Bewertungsstichtages auf Dauer erzielbar ist. Für die dafür erforderliche Zinsprognose könne auf die Zinsstrukturdaten der Bundesbank und einer daraus entwickelten Zinsstrukturkurve zurückgegriffen werden, wobei es zulässig sei, bei der Bildung des einheitlichen Basiszinssatzes auf Viertel-Prozentpunkte zu runden (so auch IDW S1 i.d.F. 2008, Rn. 117; FAUB, FN-IDW 2005, 555, 556; OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 Rn. 200; OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.03.2008 - 20 W 3/06 - AG 2008, 510, 514; OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.02.2008 - 20 W 9/06 - AG 2008, 783, 788 re.Sp.; OLG München, Beschl. v. 14.07.2009 - 31 Wx 121/06 - WM 2009, 1848, 1850; OLG München, Beschl. v. 17.07.2007 - 31 Wx 060/06 - AG 2008, 28, 30; OLG München, Beschl. v. 19.10.2006 - 31 Wx 092/05 - AG 2007, 287, 290; OLG München, Beschl. v. 11.07.2006 - 31 Wx 066/05 - AG 2007, 246, 248).

### III. Betafaktor

Der Betafaktor hat die Funktion, die Marktrisikoprämie an das unternehmens- bzw. branchenspezifische Risiko anzupassen. Dabei wird die Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des Gesamtmarktes (breitester regionaler Aktienindex) verglichen. Ist die Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens größer (bzw. geringer) als die Volatilität des Gesamtmarktes, so ist eine Investition in die Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit einem überdurchschnittlichen (bzw. unterdurchschnittlichen Risiko) verbunden. Liegen keine aussagekräftigen Daten über die Volatilität der Aktien des zu bewertenden Unternehmens vor (z.B. wegen einer zu geringen Anzahl von Messpunkten, mangelnder statistischer Signifikanz der Daten, einer spekulativen Beeinflussung des Börsenkurses oder weil das zu bewertende Unternehmen nicht börsennotiert ist),

sind die Betafaktoren einer „Peer Group“ von vergleichbaren Unternehmen heranzuziehen.

Das OLG Stuttgart stellt zunächst fest, dass aufgrund des geringen Free Float der Aktien der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft der unternehmenseigene Betafaktor die Volatilität der Aktien im Verhältnis zur Volatilität des Kapitalmarkts nicht hinreichend abbilden könne. Deshalb sei der Betafaktor mithilfe einer Peer Group zu ermitteln. Das OLG Stuttgart stellt fest, dass die sechs herangezogenen Peer Group-Unternehmen mit der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft hinreichend vergleichbar seien, da sie ein vergleichbares Produktportfolio und eine vergleichbare Kundenstruktur hätten. Das OLG Stuttgart stellt weiter fest, dass die Vergleichbarkeit der Unternehmen nicht dadurch beeinträchtigt werde, dass es sich überwiegend um ausländische (darunter drei US-amerikanische) Unternehmen handele, da die Peer Group-Unternehmen auf denselben regionalen Märkten tätig seien wie das zu bewertende Unternehmen (Rn. 212 f.; so auch OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.03.2010 - 20 W 9/08 Rn. 181; OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 Rn. 275; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 27.05.2009 - I-26 W 5/07 (AktE) Rn. 152, [www.justiz.nrw.de/RB/nrwe2/index.php](http://www.justiz.nrw.de/RB/nrwe2/index.php); OLG Celle, Beschl. v. 19.04.2007 - 9 W 53/06 - AG 2007, 865, 867).

#### IV. Wachstumsabschlag

Für die Phase der ewigen Rente, d.h. den Zeitraum nach der Detailplanungsphase, werden etwaige Wachstumsraten nicht bei den Erträgen, sondern durch einen Abschlag auf den Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt. Unternehmenswachstum kann mengenbedingt, preisinduziert oder thesaurierungsbedingt sein (Widmann/Schiessel/Jeromin, FB 2003, 800, 808; Köster, WPg 2006, 830, 831 f.; WP-Handbuch Band II, 13. Aufl. 2007, Teil A Rn. 215, 217, 221). Ob und in welcher Höhe ein Wachstumsabschlag anzusetzen ist, muss nach den individuellen Umständen des zu bewertenden Unternehmens und gesamtwirtschaftlichen Prognosen ermittelt werden.

Das OLG Stuttgart hält im Falle der Kolbenschmidt Pierburg Aktiengesellschaft einen Wachstumsabschlag von 1,0% für angemessen und begründet dies mit der Stagnation auf den Märkten des Unternehmens, der Preissensitivität der Verbraucher und dem Preisdruck in der be-

troffenen Industrie. Das OLG Stuttgart stellt klar, dass der Wachstumsabschlag nicht zwingend mindestens in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate festgesetzt werden müsse. Der Wachstumsabschlag bezwecke keinen Inflationsausgleich an sich. Maßgeblich sei vielmehr, in welchem Umfang das Unternehmen erwartete Preissteigerungen an die Kunden weitergeben könne sowie das sonstige Wachstumspotential (so auch OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08 Rn. 176 und Rn. 284 f.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 16.02.2007 - 20 W 25/05 - AG 2007, 596, 599; OLG Stuttgart, Beschl. v. 26.10.2006 - 20 W 14/05 - AG 2007, 128, 135; BayObLG, Beschl. v. 11.09.2001 - 3Z BR 101/99 - AG 2002, 392).