

## 1

## **Barabfindung bei Squeeze-out: Keine Anpassung des Börsenwertes, wenn zwischen Ankündigung des Squeeze-out und Hauptversammlung sechseinhalb Monate liegen**

### **Leitsatz:**

**Liegen zwischen der ersten öffentlichen Ankündigung des "Squeeze-out" und der Beschlussfassung der Hauptversammlung sechseinhalb Monate, handelt es sich nicht um einen längeren Zeitraum, der nach den in der "Stollwerck"-Entscheidung des BGH vom 19.07.2010 (II ZB 18/09) aufgestellten Grundsätzen eine Anpassung des Börsenkurswertes an die allgemeine oder branchentypische weitere Kursentwicklung der Aktien bis zur Beschlussfassung erforderlich macht.**

Anmerkung zu OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11.06.2014, 1 W 18/13

von **Dr. Ulrich Block**, LL.M., RA und Partner, von BOETTICHER Rechtsanwälte, Berlin

### **A. Problemstellung**

Bei Strukturmaßnahmen nach dem Aktiengesetz oder Umwandlungsgesetz sind ausscheidende Aktionäre regelmäßig auf der Basis einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren abzufinden. Nach der „DAT-Altana“-Entscheidung des BVerfG vom 27.04.1999 (1 BvR 1613/94) muss ausscheidenden Aktionären als Mindestbetrag der Abfindung grundsätzlich der Börsenwert der Aktien gewährt werden. In Spruchverfahren ist regelmäßig – neben einer Vielzahl weiterer Bewertungsparameter – der Börsenwert als Untergrenze der Abfindung im Streit. Der BGH hat mit seiner „Stollwerck“-Entscheidung vom 19.07.2010 (II ZB 18/09) zum Teil Rechtssicherheit geschaffen, indem er klarstellte, dass für die Ermittlung des Börsenwertes auf den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs während einer Referenzperiode von drei Monaten vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abzustellen ist. Leider hat der BGH die Praxis zugleich mit neuen Unsicherheiten belastet. Hierzu zählt insbesondere die Frage, unter welchen Umständen der Börsenwert wegen eines überlangen Zeit-

ablaufs zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung „hochgerechnet“ werden muss.

### **B. Inhalt und Gegenstand der Entscheidung**

Gegenstand der Entscheidung des OLG Saarbrücken ist die Barabfindung der ehemaligen Minderheitsaktionäre der Kaufhalle AG, Saarbrücken, deren Hauptversammlung Ende des Jahres 2003 einen Squeeze-out beschloss (§§ 327a ff. AktG).

#### **I. Sachverhalt**

Die Aktien der Kaufhalle AG waren an verschiedenen Wertpapierbörsen in Deutschland notiert. Die Gesellschaft war zuletzt als reine Immobiliengesellschaft tätig. Die Adagio Grundstücksverwaltungsgesellschaft mbH („Adagio“) – eine Gesellschaft der Metro-Gruppe – erwarb bis zum 15.04.2003 direkt und über eine Tochtergesellschaft mehr als 95% der Aktien an der Kaufhalle AG. Dieser Mehrheitserwerb führte noch im April 2003 wegen Spekulationen über einen Squeeze-out zu einem Anstieg des Börsenkurses der Aktien der Kaufhalle AG um 30%.

Am 03.06.2003 veröffentlichte Adagio ein Pflichtangebot gemäß den §§ 35 ff. WpÜG auf Erwerb aller Aktien an der Kaufhalle AG zu einem Preis von 133,45 Euro pro Aktie. In der Angebotsunterlage wurde zu den Absichten der Adagio für die künftige Geschäftstätigkeit der Kaufhalle AG mitgeteilt, dass Adagio die Durchführung eines Squeeze-out noch im Jahr 2003 beabsichtige und mit den Vorbereitungsmaßnahmen bereits begonnen habe. Mit Schreiben vom 23.09.2003 forderte Adagio die Kaufhalle AG auf, die Hauptversammlung möge die Übertragung aller Aktien auf Adagio beschließen. Am 18.12.2003, d.h. sechseinhalb Monate nach der öffentlichen Ankündigung des Squeeze-out, fasste die Hauptversammlung der Kaufhalle AG den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre auf Adagio gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von 133,45 Euro pro Aktie zu übertragen. Diese Barabfindung basierte auf einer Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren.

Im nachfolgenden Spruchverfahren vor dem LG Saarbrücken rügten Minderheitsaktionäre verschiedene Parameter der Unternehmensbewer-

tung. Das LG Saarbrücken erhob Beweis durch Sachverständigengutachten. Der Sachverständige gelangte auf Basis des Ertragswertverfahrens zu einer Bewertung von 128,40 Euro pro Aktie. Dabei wandte der Sachverständige u.a. bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes einen Basiszinssatz von gerundet 5,25% und auf Basis einer Peer Group von Vergleichsunternehmen einen Betafaktor von gerundet 0,3 als Mittelwert zwischen einem durchschnittlichen Roh-Beta von 0,23 und einem durchschnittlichen adjustierten Beta von 0,36 an. Als Börsenwert ermittelte der Sachverständige anhand des Börsenkurses während der Referenzperiode von drei Monaten vor der öffentlichen Ankündigung des Squeeze-out einen Wert von 123,54 Euro pro Aktie. Auf der Grundlage des Sachverständigengutachtens wies das LG Saarbrücken die Anträge auf Erhöhung der Barabfindung ab.

Ein Antragsteller legte gegen den Beschluss des LG Saarbrücken sofortige Beschwerde ein und rügte u.a., der Börsenwert von 123,54 Euro habe auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 19.12.2003 angepasst werden müssen, da zwischen der Ankündigung des Squeeze-out (03.06.2003) und der Hauptversammlung (19.12.2003) sechseinhalb Monate und damit ein „längerer Zeitraum“ im Sinne der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH vom 19.07.2010 (II ZB 18/09) gelegen hätten. Der Börsenwert müsse, so der Beschwerdeführer, anhand des DAX (30)-Performance-Index, der in der Zeit vom 02.06. bis 19.12.2003 um 28% gestiegen sei, auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung hochgerechnet werden. Des Weiteren rügte der Antragsteller die Aufrundung des Basiszinssatzes und die Ermittlung des Betafaktors durch Bildung eines gerundeten Mittelwertes.

## II. Entscheidung des OLG Saarbrücken

Das OLG Saarbrücken hält die sofortige Beschwerde für zulässig, aber unbegründet. Insbesondere verneint das Oberlandesgericht eine Anpassung des Börsenwertes an die allgemeine oder branchentypische weitere Kursentwicklung der Aktien von der Ankündigung des Squeeze-out bis zum Beschluss der Hauptversammlung.

### 1. Ausgangspunkt: „Stollwerck“-Entscheidung des BGH vom 19.07.2010 (II ZB 18/09)

Das OLG Saarbrücken führt aus, dass der BGH in der „Stollwerck“-Entscheidung eine Anpassung des Börsenwertes an die Kursentwicklung bis zur Beschlussfassung der Hauptversammlung für notwendig erachtet habe, wenn zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und dem Hauptversammlungsbeschluss ein „längerer Zeitraum“ liege. Das OLG Saarbrücken weist darauf hin, dass der BGH im „Stollwerck“-Fall irrtümlich von einem Zeitraum von neun Monaten ausgegangen war, den er nachträglich mit Berichtigungsbeschluss vom 05.08.2010 auf siebeneinhalb Monate korrigieren musste. Das OLG Saarbrücken schließt hieraus, dass ein Zeitraum von siebeneinhalb Monaten oder mehr zwischen der Bekanntmachung des Vorhabens eines Squeeze-out und dem Hauptversammlungsbeschluss als „längerer Zeitraum“ anzusehen sei.

### 2. Kein „längerer Zeitraum“ bei sechseinhalb Monaten

Das OLG Saarbrücken verneint sodann einen „längeren Zeitraum“ im Sinne der „Stollwerck“-Entscheidung, da zwischen der Ankündigung des Squeeze-out (03.06.2003) und dem Hauptversammlungsbeschluss (18.12.2003) lediglich sechseinhalb Monate gelegen hätten. Bei der Anpassung des Börsenwertes handele es sich um eine Ausnahme, die nicht Geltung beanspruche, wenn zwischen der Bekanntgabe und dem Hauptversammlungsbeschluss weniger als sieben Monate lägen. Eine weitere Auslotung des „längeren Zeitraums“ nach unten berge die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Börsenwertanpassung zur Regel werde. Es liege in der Natur eines Squeeze-out-Verfahrens, dass zwischen der erstmaligen Ankündigung und dem Hauptversammlungsbeschluss ein Zeitraum von mehreren Monaten liege. Der Squeeze-out bedürfe intensiver Vorbereitung. Es müsse ein Bewertungsgutachten in Auftrag gegeben werden. Die Unternehmensbewertung könne je nach Größe und Struktur des zu bewertenden Unternehmens Schwierigkeiten bereiten. Es müsse ein Barabfindungsprüfer das Bewertungsgutachten prüfen und die Hauptversammlung vorbereitet werden. In Übereinstimmung hiermit werde auch in der Fachliteratur

ein Zeitraum von weniger als siebeneinhalb Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ angesehen.

### **3. Weitere Erwägungen des OLG Saarbrücken**

Das OLG Saarbrücken führt des Weiteren aus, dass keine Anhaltspunkte bestünden, der Hauptversammlungsbeschluss sei ohne sachlichen Grund verzögert oder das Squeeze-out-Verfahren dilatorisch betrieben worden. Im Gegenteil sei das Verfahren durch die Parallelprüfung seitens des Wertgutachters und des Angemessenheitsprüfers beschleunigt worden. Es bestehe kein Anhaltspunkt für einen Missbrauch, etwa eine Beeinflussung des Börsenwertes durch die Wahl des Zeitpunktes der Bekanntgabe des Squeeze-out oder eine Verzögerung der Durchführung des Squeeze-out-Verfahrens. Hinzu komme, so das OLG Saarbrücken, dass sich der Kurs der Aktien der Kaufhalle AG im Zeitraum von der Ankündigung des Squeeze-out bis zur Hauptversammlung weitgehend losgelöst vom DAX entwickelt habe und an dessen Aufwärtsentwicklung nicht teilgenommen habe. Da der Kurs der Aktien der Kaufhalle AG bereits mit Bekanntwerden des Mehrheitserwerbs durch Adagio im April 2003 aufgrund von Squeeze-out-Spekulationen sprunghaft gestiegen sei, würden die Antragsteller doppelt profitieren, falls man den Börsenwert anhand des DAX hochrechnete.

### **C. Kontext der Entscheidung**

Die Entscheidung des OLG Saarbrücken reiht sich in die Bemühungen der Rechtsprechung und Literatur ein, bei der Annahme eines „längereren Zeitraums“, der eine Hochrechnung des Börsenwertes für die Zeit zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und Hauptversammlung erforderlich macht, Zurückhaltung zu üben. Die Tendenz zur restriktiven Handhabung besteht zu Recht, denn die mit der „Stollwerck“-Entscheidung vom 19.07.2010 eigentlich erhoffte und in Teilen auch geschaffene Rechtssicherheit (umsatzgewichteter Durchschnittskurs während eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme) würde durch eine zu eilfertige Anpassung des Börsenwertes auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung konterkariert. Es kommt erschwerend hinzu, dass der BGH in der „Stollwerck“-Entscheidung vom 19.07.2010 offengelassen hat, wie eine Anpassung anhand der

allgemeinen oder branchentypischen Kursentwicklung überhaupt vorzunehmen wäre. Dem OLG Saarbrücken ist deshalb zuzustimmen, wenn es bei sechseinhalb Monaten zwischen Bekanntgabe des Squeeze-out und Hauptversammlung eine Hochrechnung des Börsenwertes verneint und generell einen Zeitraum von (jedenfalls) weniger als sieben Monaten für unbedenklich hält. Indessen sollten auch darüber hinausgehende Zeiträume – meines Erachtens bis zu neun Monate – unbedenklich sein:

### **I. BGH ging in der „Stollwerck“-Entscheidung von neun Monaten aus**

Der BGH ging in seiner „Stollwerck“-Entscheidung irrtümlich davon aus, zwischen der Ankündigung des Squeeze-out und der Hauptversammlung habe ein Zeitraum von neun Monaten gelegen. Als der Irrtum erkannt wurde, musste der BGH seine Entscheidung nachträglich berichtigen und den Zeitraum auf siebeneinhalb Monate „herabsetzen“ (BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 und Berichtigung v. 05.08.2010 - II ZB 18/09 Rn. 30 - WM 2010, 1471, 1475). Der seinerzeitige Vorsitzende des 2. Zivilsenats Wulf Goette, der maßgeblich an der „Stollwerck“-Entscheidung beteiligt war, stellte in diesem Zusammenhang auf der Jahrestagung der Vereinigung für Gesellschaftsrecht (VGR) am 12.11.2010 klar, dass siebeneinhalb Monate „nur unter ganz besonderen Umständen“ einen „längereren Zeitraum“ darstellen dürften (Gesellschaftsrecht in der Diskussion 2010, Band zur 13. Jahrestagung der Gesellschaftsrechtlichen Vereinigung am 12.11.2010, 2011, 1, 54 f.).

### **II. Maßnahmen zur Vorbereitung der Hauptversammlung erfordern erheblichen zeitlichen Aufwand**

Dass ein Zeitraum von siebeneinhalb Monaten – allenfalls – die Untergrenze eines „längereren Zeitraums“ bildet, wird deutlich, wenn man sich vor Augen führt, welche Arbeiten zur Vorbereitung der Hauptversammlung erforderlich sind. So müssen in Vorbereitung eines Squeeze-out insbesondere

- die Zielgesellschaft nach anerkannten Bewertungsmethoden, insbesondere dem Ertragswertverfahren, bewertet werden;

- eine detaillierter Übertragungsbericht erstellt und mit den zuständigen Gremien abgestimmt werden;
- der Angemessenheitsprüfer auf Antrag gerichtlich bestellt werden;
- der Angemessenheitsprüfer die Höhe der Barabfindung prüfen und einen Prüfungsbericht erstellen;
- Aufsichtsrat und Vorstand der Zielgesellschaft und das Management des Hauptaktionärs unter Berücksichtigung der jeweiligen Ladungsfristen einberufen werden, um die maßgeblichen Entscheidungen über das Squeeze-out-Verfahren zu treffen;
- die Garantie einer Bank zur Sicherung der Barabfindung abgestimmt und eingeholt werden;
- der Übertragungsbericht und der Prüfungsbericht gedruckt werden;
- die Hauptversammlung vorbereitet werden, insbesondere durch Anmietung eines geeigneten Versammlungsraums, Beauftragung eines Notariats, Einbindung von Rechtsberatern und sonstigen Dienstleistern (HV-Dienstleister, Dolmetscher etc.);
- die Hauptversammlung unter Berücksichtigung der Ladungsfrist und Anmeldefrist einberufen werden, wobei von der Einberufung an u.a. der Übertragungsbericht und der Prüfungsbericht auszulegen sind, so dass erst nach deren Fertigstellung einberufen werden kann.

### III. Rechtsprechung und Literatur seit der „Stollwerck“-Entscheidung

Der BGH und andere Gerichte mussten sich in Folge der „Stollwerck“-Entscheidung zumeist nicht festlegen, ab wann ein Zeitraum zwischen Ankündigung der Strukturmaßnahme und Hauptversammlung als „übermäßig“ anzusehen wäre. In fast allen zu entscheidenden Fällen ging es nämlich um eindeutig unbedenkliche Zeitspannen (BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 8: zwei Monate; BGH, Beschl. v. 28.06.2011 - II ZB 10/10 Rn. 7: dreieinhalb Monate; OLG Frankfurt, Beschl. v. 29.04.2011 - 21 W 13/11 Rn. 17: viereinhalb Monate; OLG München, Beschl. v. 26.07.2012 - 31 Wx 250/11 Rn. 31: anderthalb Monate; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 Rn. 31: fünf Monate).

Soweit die bisherige Rechtsprechung und Literatur nach der „Stollwerck“-Entscheidung den Begriff des „längeren Zeitraums“ zu konkretisieren suchte, wurde überwiegend vertreten, dass „jedenfalls“ ein Zeitraum bis zu sechs Monaten nicht als „längerer Zeitraum“ anzusehen ist (OLG Stuttgart, Beschl. v. 24.07.2013 - 20 W 2/12 Rn. 174; OLG Stuttgart, Beschl. v. 08.07.2011 - 20 W 14/08 Rn. 332; OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.01.2011 - 20 W 3/09 Rn. 91; OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.01.2011 - 20 W 2/07 Rn. 143; Müller-Michaels in: Hölter, AktG, 2. Aufl. 2014, § 327b Rn. 8; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar Aktiengesetz, 3. Aufl. 2013, Anhang § 11 SpruchG, Rn. 71; 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; Koch in: Hüffer, AktG, 11. Aufl. 2014, § 305 Rn. 44; Bungert/Wettich, ZIP 2012, 449, 452).

Über diesen „jedenfalls“ sicheren Zeitraum von sechs Monaten gingen allerdings bereits in der Vergangenheit zahlreiche Stimmen – zu Recht – hinaus. Diese Stimmen sehen Zeiträume von weniger als siebeneinhalb Monaten (Wasmann, ZGR 2011, 83, 96; Decher, ZIP 2010, 1673, 1676) bzw. von sieben bis siebeneinhalb Monaten (Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2230; Bücken, NZG 2010, 967, 970), sechs bis sieben Monaten (Hasselbach/Ebbinghaus, Der Konzern 2010, 467, 473) oder neun Monaten (Block/Leonard, AnwZert HaGesR 15/2011, Anm. 1) als unbedenklich an.

Dass es richtig ist, bei der Konkretisierung der kritischen Grenze über sechs Monate hinauszugehen, zeigt sich bereits an der Genese der „Stollwerck“-Entscheidung (der BGH ging eigentlich von neun Monaten aus, vgl. oben I.) und an der Fülle anspruchsvoller und zeitintensiver Maßnahmen, die zur Vorbereitung der Hauptversammlung erforderlich sind (vgl. oben II.). Meines Erachtens sollte daher ein Zeitraum von bis zu neun Monaten als unbedenklich angesehen werden (Block/Leonard, AnwZert HaGesR 14/2011, Anm. 1; Block/Leonard, AnwZert HaGesR 15/2011, Anm. 1). Des Weiteren setzt eine Anpassung des Börsenwertes, selbst wenn ein unbedenklicher Zeitraum überschritten ist, voraus, dass sich der Zeitablauf als „missbräuchlich“ darstellt und die Anpassung des Börsen-

wertes „geboten“ erscheint (dazu im Folgenden IV.).

#### **IV. Verhinderung von Missbräuchen und Gebotensein der Anpassung**

Eine etwaige Hochrechnung des Börsenwertes soll nach der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH und der ihr folgenden Rechtsprechung und Literatur dazu dienen, Missbräuchen entgegenzuwirken. Nur ausnahmsweise – den Ausnahmecharakter betont zu Recht auch das OLG Saarbrücken – soll eine Anpassung des Börsenwertes stattfinden, wenn der Schutz der Minderheitsaktionäre dies gebietet. Der Börsenwert soll nicht missbräuchlich zugunsten des Hauptaktionärs zu einem frühen Zeitpunkt festgeschrieben werden, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt wird. Minderheitsaktionäre sollen nicht auf diese Weise von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden (BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 29; OLG Stuttgart, Beschl. v. 08.07.2011 - 20 W 14/08 Rn. 332; OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.01.2011 - 20 W 3/09 Rn. 91; OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.01.2011 - 20 W 2/07 Rn. 142 f.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.09.2011 - 20 W 6/08 Rn. 211). An einem Missbrauch fehlt es aber schon dann, wenn ein ggf. übermäßiger Zeitraum durch sachliche Gründe gerechtfertigt ist (OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.01.2011 - 20 W 3/09 Rn. 91; OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.09.2011 - 20 W 6/08 Rn. 212; Bungert/Wettich, ZIP 2012, 449, 452 f.; Block/Leonard, AnwZert HaGesR 15/2011, Anm. 1; Haselbach/Ebbinghaus, Der Konzern 2010, 467, 473; Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2231; Zeck/Reichard, AG 2010, 699, 705; Meinert, DB 2011, 2397, 2403).

Wie das OLG Saarbrücken zutreffend ausführt, bestanden im zu entscheidenden Fall keinerlei Anhaltspunkte für eine missbräuchliche Vorgehensweise. Dabei handelt es sich lediglich um Hilferwägungen, da der streitgegenständliche Zeitraum von sechseinhalb Monaten ohnehin für sich genommen bereits unbedenklich war. Erst recht hätte es der Ausführungen des OLG Saarbrücken über die Kursentwicklung der Aktien der Kaufhalle AG im Vergleich mit dem DAX und zur „doppelten“ Begünstigung der Minderheitsaktionäre im hypothetischen Fall einer Hochrechnung eigentlich nicht bedurft.

Selbst wenn schließlich ein Missbrauch festzustellen sein sollte, kommt eine Anpassung des Börsenwertes nach der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH nur in Betracht, wenn die Entwicklung der Börsenkurse dies als „geboten“ erscheinen lässt (BGH, Beschl. v. 19.07.2010 - II ZB 18/09 Rn. 29; BGH, Beschl. v. 28.06.2011 - II ZB 2/10 Rn. 8; BGH, Beschl. v. 28.06.2011 - II ZB 10/10 Rn. 7). Hierfür dürfte relevant sein, ob die branchentypischen Kurse – und zwar maßgeblich die Branchenindices, in denen die Aktien der Zielgesellschaft notiert sind – erheblich gestiegen sind, d.h. um deutlich mehr als 5% (Block/Leonard, AnwZert HaGesR 14/2011, Anm. 1; Block/Leonard, AnwZert HaGesR 15/2011, Anm. 1), wenn nicht mindestens 10% (Bungert/Wettich, ZIP 2012, 449, 453; Bungert/Wettich, BB 2010, 2227, 2230; Meinert, DB 2011, 2397, 2403). Auf das „Gebotensein“ einer Börsenwertanpassung brauchte das OLG Saarbrücken im zu entscheidenden Fall nicht einzugehen, da es bereits an einem überlangen Zeitraum zwischen Ankündigung des Squeeze-out und Hauptversammlung fehlte.

#### **V. Ausblick**

Aus Sicht der Praxis ist zu wünschen, dass sich die Tendenz in Rechtsprechung und Literatur, eine Anpassung des Börsenwertes restriktiv zu handhaben, verstetigt. Der BGH sollte bei nächster Gelegenheit die Rechtsunsicherheiten, die die „Stollwerck“-Entscheidung hinterlassen hat, durch eine klarstellende Entscheidung ausräumen. Hierfür sollten meines Erachtens folgende Kriterien gelten:

- Anlass für die Prüfung, ob der Börsenwert auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung anzupassen ist, sollte nur bestehen, wenn der Zeitraum zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung neun Monate übersteigt.
- Auch im Falle eines Überschreitens von neun Monaten sollte eine Börsenwertanpassung nur dann in Betracht kommen, wenn sich der Zeitablauf als „missbräuchlich“ darstellt, also keine sachliche Gründe für den Zeitablauf bestehen.
- Selbst bei einem missbräuchlich „längeren Zeitraum“ zwischen der Bekanntgabe und der Hauptversammlung über die Strukturmaßnahme sollte der Börsenwert nur angepasst werden, wenn dies „geboten“ ist.

Dabei sollte die Kursentwicklung derjenigen Branchenindices, in denen die Zielgesellschaft erfasst ist, maßgeblich sein und eine Kurssteigerung von deutlich mehr als 5% verlangt werden.

#### **D. Auswirkungen für die Praxis**

Auch wenn das OLG Saarbrücken zutreffend entschieden hat, dass ein Zeitraum von sechseinhalb Monaten zwischen Ankündigung der Strukturmaßnahme und Hauptversammlung unbedenklich ist, sollte die Praxis bis zu einer Klarstellung durch den BGH weiterhin Folgendes beachten:

- Zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung sollte vorsorglich, wenn möglich, ein Zeitraum von nicht mehr als sechs Monaten liegen. Werden sieben Monate nicht überschritten, so dürfte aber auch dies nach der „Stollwerck“-Entscheidung und der Entscheidung des OLG Saarbrücken unbedenklich sein.
- Überschreitet der Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung sieben Monate, sollten vorsorglich die Börsenkurse während des Zeitraums beobachtet werden. Bis zu einer Klarstellung durch den BGH sollten vorsorglich sowohl diejenigen Aktienindices, in denen die Zielgesellschaft erfasst ist, als auch sonstige Indices der einschlägigen Branche und die allgemeine Kursentwicklung für eine Anpassung in Betracht gezogen werden.

#### **E. Weitere Themenschwerpunkte der Entscheidung**

Das OLG Saarbrücken nimmt in seiner Entscheidung neben dem Börsenwert auch zur Berechnung des Basiszinssatzes und des Betafaktors Stellung:

##### **I. Basiszinssatz**

Der Basiszinssatz bildet zusammen mit dem Risikozuschlag (Marktrisikoprämie x Betafaktor) den Kapitalisierungszinssatz, mit dem im Rahmen des gebräuchlichen Tax Capital Asset Pricing Model (Tax CAPM) die Erträge der Zielgesellschaft gemäß der Unternehmensplanung auf ihren Wert zum Bewertungsstichtag abgezinst werden. Der Basiszinssatz repräsentiert die Rendite quasi risikofreier Staatsanleihen.

Das OLG Saarbrücken führt aus, dass sich im zu entscheidenden Fall anhand der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für den einschlägigen Zeitraum ein Basiszinssatz vor Steuern von 5,1754% ergeben und der Sachverständige diesen auf 5,25% aufgerundet habe. Die Rundung auf  $\frac{1}{4}$ -Prozentpunkte entspricht den Empfehlungen des Fachausschusses Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer (IDW). Das OLG Saarbrücken hält die Rundung als anerkannte Expertenmeinung für unbedenklich (vgl. auch IDW S1 i.d.F. 2008, Rn. 117; FAUB, FN-IDW 2005, 555, 556; OLG Karlsruhe, Beschl. v. 15.11.2012 - 12 W 66/06 Rn. 143, 147 ff.; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 04.07.2012 - I-26 W 8/10 (AktE) Rn. 42; OLG Stuttgart, Beschl. v. 04.05.2011 - 20 W 11/08 Rn. 172).

##### **II. Betafaktor**

Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes im Rahmen des gebräuchlichen Tax CAPM hat der Betafaktor die Funktion, die Marktrisikoprämie an das unternehmens- bzw. branchenspezifische Risiko anzupassen. Dazu wird die Volatilität der Aktie der Zielgesellschaft mit der Volatilität des Gesamtmarktes verglichen. Im Verfahren vor dem LG Saarbrücken hatte der gerichtlich bestellte Sachverständige den Betafaktor der Kaufhalle AG auf der Basis einer Peer Group von Vergleichsunternehmen ermittelt. Dabei hatten sich ein durchschnittliches Roh-Beta von 0,23 und ein durchschnittliches adjustiertes Beta von 0,36 ergeben. Bei der Adjustierung wird das individuelle Roh-Beta dem Markt-Beta von 1 angenähert ( $\frac{2}{3}$  Roh-Beta +  $\frac{1}{3}$  Markt-Beta = adjustiertes Beta). Das OLG Saarbrücken hat gegen die Anwendung des Mittelwertes von 0,3 keine Bedenken, da nicht abschließend geklärt sei, ob ein Roh-Beta oder ein adjustiertes Beta vorzugswürdig ist (zur Anwendung eines adjustierten Betafaktors vgl. auch OLG München, Beschl. v. 18.02.2014 - 31 Wx 211/13 Rn. 23; OLG Frankfurt, Beschl. v. 20.12.2010 - 5 W 51/09 Rn. 60; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.03.2010 - 20 W 9/08 Rn. 178; OLG München, Beschl. v. 14.07.2009 - 31 Wx 121/06 Rn. 23).