

# ZBB 2010, 179

## AktG §§ 304, 305

### Berechnung der Abfindung anhand des Börsenkurses in der Referenzperiode vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme (BGH-Vorlage)

OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 – 20 W 2/08 (LG Stuttgart), ZIP 2010, 274

#### Leitsätze:

1. Bei der Berechnung des Börsenwerts des Unternehmens im Zuge der Festsetzung der angemessenen Abfindung, die Aktionären aus Anlass einer aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahme zu zahlen ist, ist nicht auf den Durchschnittskurs in einer Referenzperiode vor der Hauptversammlung, sondern auf den nach Umsätzen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs in einer Referenzperiode vor Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen.

ZBB 2010, 180

2. Bei der Berechnung des Ertragswerts des Unternehmens kann der Risikozuschlag für den Zinssatz zur Ermittlung des Barwerts der künftigen Erträge anhand des Capital Asset Pricing Modell (CAPM) bestimmt werden; obwohl die dazu erforderlichen Parameter nicht punktgenau empirisch ermittelt werden können, führt das CAPM nicht zu willkürlichen Ergebnissen oder zu systematisch überhöhten Risikozuschlägen.

3. Wird der Risikozuschlag nach dem CAPM im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung gem. IDW S1 Stand 18. 10. 2005 ermittelt, kann eine Marktrisikoprämie i. H. v. 5,5 % nach Steuern angesetzt werden.

4. Wurde ein Betafaktor aufgrund historisch beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt, ist er zur Schätzung des künftigen unternehmensspezifischen Risikos grundsätzlich ungeeignet; ebenso wie die Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses muss die Messperiode für die Ermittlung des Betafaktors am Tag der Bekanntmachung der Maßnahme enden.

5. Wird der Risikozuschlag nach dem CAPM ermittelt, ist es methodisch nicht zwingend, den künftigen Betafaktor des Unternehmens auf der Grundlage historischer Kurse der Aktie des Unternehmens zu schätzen; es ist nicht anzunehmen, dass die faktische Beherrschung eines Unternehmens durch einen Mehrheitsaktionär notwendig einen geringen Betafaktor mit geringem Bestimmtheitsmaß zur Folge hat.

6. Der nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG geschuldete feste Ausgleich kann durch Verrentung des im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts errechnet werden; angesichts der unterschiedlichen Risikostrukturen von Dividende einerseits und festem Ausgleich andererseits kann dabei ein Mischzinssatz aus dem Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen und dem um den vollen Risikozuschlag erhöhten Kapitalisierungszinssatz verwendet werden.