

len Unternehmensbeteiligung nach fundamentalanalytischen Methoden und die Aktualität der zugrunde liegenden Daten fallen auseinander.

- 29 Die Minderheitsaktionäre müssen allerdings davor geschützt werden, dass der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert wird, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt wird, und sie von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden. Das kann dadurch verhindert werden, dass der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertent-

wicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochgerechnet wird (vgl. Weber, ZGR 2004, 280, 287), 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.

- c) Die Sache ist dem Oberlandesgericht zur Ermittlung des maßgebenden Börsenwertes zurückzugeben ... 30

// BB-Kommentar

Prof. Dr. Olaf Müller-Michaels, RA und Partner bei Orrick Hölters & Elsing, Düsseldorf, und Professor für Wirtschaftsrecht an der FOM Hochschule für Oekonomie & Management, Essen



„BGH schafft ein neues Feld für Diskussionen und Streitigkeiten“

Problem § 327a Abs. 1 AktG erlaubt bei einer Beteiligung von 95 % an einer Aktiengesellschaft den Ausschluss von Minderheitsaktionären gegen eine angemessene Abfindung („Squeeze out“). Untergrenze der Barabfindung ist seit der DAT/Altana-Entscheidung des BVerfG aus dem Jahr 1999 (BVerfGE 100, 289) der Börsenkurs. Die im Fall des BGH zu entscheidende Frage war, welcher Referenzzeitraum zur Ermittlung des relevanten Börsenkurses heranzuziehen ist; die letzten drei Monate vor der Hauptversammlung oder die letzten drei Monate vor der Bekanntgabe des Squeeze out durch den Hauptaktionär.

Entscheidung Der BGH hatte im Jahr 2001 im Anschluss an das BVerfG zur Parallelnorm des § 305 Abs. 3 S. 2 AktG entschieden, dass Untergrenze für die Barabfindung der durchschnittliche Börsenkurs der letzten drei Monate vor der Hauptversammlung ist, die über die abfindungspflichtige Maßnahme beschließt (BGHZ 147, 108). Dies war in der Literatur (siehe hierzu *Paulsen*, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2010, § 305 Rn. 88 m. w. N.) und in der Rechtsprechung (KG, NZG 2007, 71; OLG Stuttgart, BB 2007, 682; OLG Düsseldorf, NZG 2009, 1427; OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274) heftig kritisiert worden und führt zu zwei Problemen: Erstens wird der Börsenkurs ab der Bekanntgabe des Squeeze-out-Vorhabens bis zur Hauptversammlung maßgeblich von Abfindungsspekulationen beeinflusst. Die Abfindung wird mit anderen Worten von einem Börsenkurs abhängig gemacht, der seinerseits von der Höhe der angebotenen Abfindung abhängt. Zweitens muss zur Einberufung der Hauptversammlung, also ungefähr sechs Wochen vorher, ein Bericht vorgelegt werden, in dem unter anderem die Angemessenheit der Barabfindung erläutert und begründet wird (§ 327c Abs. 2 S. 1 AktG). Wie soll das gehen, wenn der als Untergrenze relevante Börsenkurs erst am Tag der Hauptversammlung feststeht? Diese Kritik hat der BGH im aktuellen Fall Stollwerck unter ausdrücklicher Aufgabe seines DAT/Altana-Beschlusses aufgenommen. Danach ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie nunmehr grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln.

Praxisfolgen Der BGH segnet mit seiner Kehrtwende die inzwischen etablierte Praxis der Bestimmung der Untergrenze der Squeeze-out-Abfin-

dung ab. Die Unsicherheit, ob der BGH nicht doch an seiner alten nicht praxistauglichen Rechtsprechung festhält, ist beseitigt. Die Abfindungshöhe ist beim Abstellen auf einen Zeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme regelmäßig erheblich niedriger, als wenn der Zeitraum der Abfindungsspekulationen berücksichtigt wird. Das ist eine gute Nachricht für den Hauptaktionär, der den Squeeze out betreibt und eine schlechte Nachricht für die ausgeschlossenen Aktionäre. So lag im Fall Stollwerck der gewichtete Durchschnittskurs der Aktien für den Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des geplanten Squeeze out bei Euro 275,09, für den Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung dagegen bei Euro 308,86. Die vom Hauptaktionär angebotene Abfindung betrug Euro 295. Ferner wird dem Hauptaktionär durch das Abstellen auf den Zeitraum vor der Bekanntgabe der Maßnahme die Möglichkeit gegeben, einen für ihn günstigen Zeitpunkt für den Squeeze out zu wählen. Er kann abwarten, bis der Durchschnittskurs die von ihm gewünschte Höhe erreicht. Dabei ist jedoch § 15 WpHG zu beachten: Wenn die Gesellschaft von dem beabsichtigten Squeeze out erfährt, muss sie diesen Umstand als Insiderinformation veröffentlichen. Außerdem muss man sich darüber im Klaren sein, dass der Börsenkurs nur die Untergrenze der Abfindung ist. Daneben steht die Berechnung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren (IDW S 1), die zu einer höheren Abfindung führen kann. In einem für die Praxis besonders bedeutsamen Transaktionsmodell bleibt jedoch eine erhebliche Unsicherheit. Häufig steht der Squeeze out am Ende einer Kette, die mit einem Übernahmeangebot beginnt. Nach § 11 Abs. 2 S. 3 Nr. 2 WpÜG muss der Bieter bei einem Übernahmeangebot in der Angebotsunterlage Angaben über seine weiteren Absichten machen, wozu auch ein später geplanter Squeeze out gehört (*Wackerbarth*, in: Münchener Kommentar AktG, 2. Aufl. 2004, § 11 WpÜG Rn. 51; *Geibel/Süßmann*, WpÜG, 2. Aufl. 2008, § 11 Rn. 39). Die Bekanntgabe des Squeeze out erfolgt dann mehrere Monate vor der Hauptversammlung. Im Fall Stollwerck lagen zwischen den beiden Terminen über neun Monate. Stellt man auch in diesem Szenario auf den Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntgabe der Maßnahme ab, entfernt man sich sehr weit von der eigentlichen Beschlussfassung über den Squeeze out durch die Hauptversammlung. Nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG muss die Barabfindung aber „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“. Davon kann bei einem Referenzzeitraum, der ein Jahr vor der Hauptversammlung beginnt, nicht mehr die Rede sein. Die Lösung, die der BGH hierzu präsentiert, ist leider nur sehr rudimentär. Der Börsenwert soll entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung auf den Zeitpunkt der Hauptversammlung hochzurechnen sein. Zur Ermittlung dieser Parameter verweist der BGH die Sache an das OLG Düsseldorf zurück. Damit schafft der BGH ein komplett neues Feld für Diskussionen und Streitigkeiten. Wie ist die allgemeine und branchentypische Kursentwicklung zu berechnen? Wie soll die Hochrechnung genau erfolgen? Das alles

werden Literatur und Rechtsprechung klären müssen. Damit wird die korrekte Bestimmung der Squeeze-out-Abfindung in Fällen, in denen ein längerer Zeitraum zwischen Bekanntgabe und Hauptversammlung liegt, nicht leichter, sondern schwieriger als bisher. Als Ausweg bleibt der so genannte übernahmerechtliche Squeeze out nach § 39a WpÜG. Die Abfin-

dung ist hier ganz einfach zu berechnen. Sie ist identisch mit dem Preis des Übernahmeangebots. Diese Gestaltungsvariante ist allerdings nur möglich, wenn mindestens 90% das Übernahmeangebot angenommen haben und der Bieter wie beim gesellschaftsrechtlichen Squeeze out nach § 327a AktG 95% der Aktien hält.

Hinweis der Redaktion: Vgl. dazu auch den Standpunkt von *Blasche* auf S. 1969 (in diesem Heft) und den Besprechungsaufsatz von *Bungert*, der in einer der nächsten Ausgaben des BB erscheinen wird.

OLG Hamburg: Keine Aufklärungspflicht der beratenden Bank über ihre Gewinnmarge (Lehman Brothers)

OLG Hamburg, Urteil vom 23.4.2010 – 13 U 117/09

Volltext des Urteils: [// BB-ONLINE](#) BBL2010-1945-1
unter www.betriebs-berater.de

LEITSÄTZE

1. Im Rahmen einer Anlageberatung trifft die beratende Bank grundsätzlich keine Pflicht zur Offenlegung ihrer Gewinnmarge; die Grundsätze der sog. „Kick-back“-Rechtsprechung des BGH sind insoweit nicht übertragbar.

2. Neben einem Hinweis darauf, dass der Anleger das Risiko eines Ausfalls des Emittenten der erworbenen Anlage trägt, ist die beratende Bank nicht zu einem Hinweis darauf verpflichtet, dass diese Anleihe nicht einem Einlagensicherungssystem unterliegt.

BGB §§ 280 Abs. 1 S. 1, 241 Abs. 2

SACHVERHALT

Im auf den Namen der Klägerin bei der Beklagten geführten Depot befanden sich Ende September 2007 Wertpapiere in einem Gesamtwert von ca. Euro 55 500. Daneben hielt die Klägerin u.a. 50 „UBS AG (London) Basket Express Zertifikate“ (Kurswert ca. Euro 4800). Das letztgenannte Papier erwarb die Klägerin am 20.4.2007. Es handelte sich hierbei um ein Zertifikat, dessen Basiswert ebenso wie die Schlusskurse zu den möglichen Rückzahlungsterminen aus den Kursen von zehn dividendenstarken DAX-Werten ermittelt wurden. Es bestand bei einer stark negativen Entwicklung der Kurse der zehn dem Papier zu Grunde gelegten DAX-Titel das Risiko eines Totalverlustes des eingesetzten Kapitals. Auf dieses Risiko wurde die Klägerin in dem dem Kauf vorangehenden Beratungsgespräch durch den sie beratenden Leiter der Filiale G. der Beklagten, den Zeugen L, hingewiesen. Der Ablauf des dem Kauf der „Lehman Bull Express Garant“-Anleihe vorangehenden Beratungsgesprächs ist auch in der Berufungsinstanz streitig geblieben. Das LG hat der Schadensersatzklage der Klägerin stattgegeben; die Berufung der Beklagten hatte Erfolg.

AUS DEN GRÜNDEN

II. ... [Der] Klägerin steht wegen des Verkaufs der von der Lehman Brothers B.V. ausgegebenen Zertifikate (im Folgenden: Lehman-Zertifikate) kein Schadensersatzanspruch aus einer positiven Vertragsverletzung des zwischen den Parteien bestehenden Beratungsvertrages zu (§§ 280 Abs. 1 S. 1, 241 Abs. 2 BGB).

Durch den Beratungsvertrag wurde die Beklagte zu anleger- und anlagegerechter Beratung verpflichtet; sie musste der Klägerin all diejenigen Informationen liefern, die für ihre Anlageentscheidung von wesentlicher Be-

deutung sein konnten, wobei der Kundenberater sich an dem von ihm zu ermittelnden Anlegerprofil der Klägerin zu orientieren und ihr sodann ein zu diesem Profil passendes Produkt vorzuschlagen hatte, über das er sie sodann wahrheitsgemäß und sorgfältig aufklären musste.

Mangelnde Pflichtverletzung der Beklagten

1. Ausgehend von diesem Maßstab fehlt es schon an einer Pflichtverletzung der Beklagten.

Keine Aufklärungspflicht der Beklagten in Bezug auf die von ihr erzielte Gewinnmarge

a) Der Senat folgt dem Ansatz des LG, das eine Pflichtverletzung schon darin gesehen hat, dass die Beklagte die Klägerin unstreitig nicht über die bei dem Verkauf von ihr erzielte Gewinnmarge aufgeklärt hat, nicht.

Entgegen der Auffassung des LG ist dieser Sachverhalt den der so genannten „Kick-back“-Rechtsprechung des BGH zu Grunde liegenden Konstellationen nicht vergleichbar. In nunmehr schon ständiger Rechtsprechung nimmt der BGH an, dass eine Bank im Rahmen der Anlageberatung Aufklärung schuldet, wenn sie entweder ihrerseits an einen Vermögensberater, der ihr den Kunden zugeführt hat, Provisionen zahlt oder umgekehrt selbst von einem solchen Berater oder auch dem Emittenten einer Anlage Provisionen bezieht (vgl. nur BGH, XI ZR 56/05, Rz. 23 – zitiert nach juris = BB 2007, 627 – mit weiteren Nachweisen).

Soweit ersichtlich ist eine entsprechende Aufklärungspflicht durch den BGH bislang nur in Sachverhaltskonstellationen mit drei Beteiligten angenommen worden; eine Übertragung auf Sachverhalte der vorliegenden Art, in denen der Anleger das Anlageprodukt direkt von der beratenden Bank (sei es auch als Kommissionärin) erwirbt, wäre nach Auffassung des Senats nicht sachgerecht.

Die Annahme einer entsprechenden Aufklärungspflicht würde Banken grundsätzlich zwingen, bei der Anlageberatung ihre Kalkulationen vollständig offenzulegen: Da die Aufklärung sich nicht nur auf das dann tatsächlich verkaufte Produkt beziehen könnte, sondern konsequenter Weise sämtliche empfohlenen Anlagen erfassen müsste, da der Kunde nur in diesem Falle umfassend aufgeklärt wäre und Vergleiche anstellen könnte, wären Banken gezwungen, die von ihnen im Anlagegeschäft erzielten Gewinnspannen umfassend aufzudecken. Da diese jedenfalls bei Eigenprodukten in direkter Abhängigkeit von den Erträgen im Aktivgeschäft kalkuliert werden, ... wäre damit praktisch die gesamte Ertragsstruktur offengelegt. Dass jedes Kreditinstitut an der Geheimhaltung dieser Daten aus Wettbewerbsgründen ein ganz erhebliches und auch schutzwürdiges Interesse hat, liegt auf der Hand.