

Titel:

Maßgeblichkeit des Börsenkurses für die Ermittlung der Barabfindung und der Ausgleichszahlung an die außenstehenden Aktionäre

Normenkette:

AktG § 304, § 305

Leitsätze:

1. Es kann für die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs in geeigneten Fällen auf den Börsenkurs abgestellt werden, ohne dass es einer zusätzlichen Ertragswertberechnung bedarf. (Rn. 170) (redaktioneller Leitsatz)
2. Die sog. Bond-Spread-Methode kann im Einzelfall eine sachgerechte Methode zu der Ableitung des Verrentungszinssatzes darstellen. (Rn. 150) (redaktioneller Leitsatz)
3. Ist eine Hochrechnung des Börsenkurses erforderlich, kann diese anhand der allgemeinen Börsenentwicklung unter Berücksichtigung des unternehmenseigenen Betafaktors erfolgen. (Rn. 60 – 61) (redaktioneller Leitsatz)
4. Für die Barabfindung der Aktionäre nach Abschluss eines Gewinnabführungsvertrags ist bei der Ermittlung des auf den nach Umsatz gewichteten Durchschnittsbörsenkurses in einem dreimonatigen Zeitraum im Regelfall die Grenze nicht bereits bei den ersten vagen Übernahmegerüchten zu ziehen, sondern auf die erste konkrete Bekanntgabe der Strukturmaßnahme abzustellen. Hierfür genügen hinreichend belastbare Informationen, denen kursbeeinträchtigendes Potential zukommt. (Rn. 43 – 44) (redaktioneller Leitsatz)
5. Ein Zeitraum von sechs Monaten und 14 Tagen zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und Hauptversammlung macht eine Hochrechnung des Börsenkurses entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung noch nicht erforderlich; ein Zeitraum von acht Monaten und einem Tag hingegen schon (Übertragung von OLG Frankfurt a.M. BeckRS 2020, 23646). (Rn. 55 – 58) (redaktioneller Leitsatz)
6. Bei der Hochrechnung des Börsenkurses ist der – soweit bestimmbar unternehmenseigene – Betafaktor der Aktie zu berücksichtigen (entgegen OLG Frankfurt a.M. BeckRS 2020, 23646 und OLG Karlsruhe BeckRS 2015, 12205. (Rn. 59 – 64) (redaktioneller Leitsatz)
7. Bei dem Bericht des Sonderprüfers handelt es sich um ein reines Privatgutachten, das im Spruchverfahren keine präjudizielle Wirkung hat, sondern als qualifizierter Parteivortrag nach den allgemeinen Regeln zu würdigen ist. (Rn. 100) (redaktioneller Leitsatz)
8. Auch der Ermittlung des Unternehmens- bzw. Beteiligungswertes, der dem jährlichen Ausgleich zugrunde zu legen ist (§ 304 Abs. 1 AktG), kann der Börsenpreis zugrunde gelegt werden (Anschluss an OLG Frankfurt a.M. BeckRS 2020, 23646). (Rn. 130) (redaktioneller Leitsatz)
9. Der Verrentungszinssatz der Ausgleichszahlung wird grundsätzlich aus dem risikolosen Basiszinssatz zuzüglich des hälftigen Risikozuschlags gebildet (entgegen KG BeckRS 2021, 41700). (Rn. 145) (redaktioneller Leitsatz)

Schlagworte:

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, Barabfindung, Ausgleichszahlung, Börsenwert, Zeitraum, konkrete Bekanntgabe der Strukturmaßnahme, gewichteter Durchschnittsbörsenkurs, Hochrechnung des Börsenkurses, Bericht des Sonderprüfers, Privatgutachten, Verrentungszinssatz

Vorinstanz:

LG München I, Beschluss vom 27.11.2019 – 5 HK O 6321/14

Rechtsmittelinstanzen:

OLG München, Berichtigungsbeschluss vom 24.03.2022 – 31 Wx 190/20

BGH Karlsruhe, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22

Fundstellen:

AG 2022, 503

Tenor

1. Die Beschwerden der Antragsteller zu 1) - 7), 9), 21), 24) - 30), 35) - 40), 43), 45), 47), 48), 51), 65), 66), 71) - 74) und 76) - 78) gegen den Beschluss des Landgerichts München I vom 27.11.2019 werden mit der Maßgabe zurückgewiesen, dass eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der beschwerdeführenden Antragsteller zu 1) - 6), 9), 21), 24) - 30), 35) - 40), 43), 45), 47), 48), 51), 65), 66), 71) - 74) und 76) - 78) für die 1. Instanz nicht angeordnet wird. Für den beschwerdeführenden Antragsteller zu 7) wird eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten für die erste Instanz durch die Antragstellerin in Höhe von 50% angeordnet.
2. Die Antragsgegnerin trägt die gerichtlichen Kosten des Beschwerdeverfahrens. Auslagenerstattung für die 2. Instanz wird nicht angeordnet.
3. Der Geschäftswert für das Verfahren 2. Instanz, sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre zu leistende Vergütung werden jeweils auf € 200.000,00 festgesetzt.
4. Die Rechtsbeschwerde wird für die Antragsteller zu 1) - 7), 9), 21), 24) - 30), 35) - 40), 43), 45), 47), 48), 51), 65), 66), 71) - 74) und 76) - 78) zugelassen.

Gründe

A.

1

Gegenstand des vorliegenden Spruchverfahrens sind die Barabfindung und der Ausgleich der außenstehenden Aktionäre nach Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zwischen der K. D. H. AG (im Folgenden: K. AG oder die Gesellschaft) und der Antragsgegnerin, der V. V. V. AG (im Folgenden: V. oder V. AG), einer Tochtergesellschaft der zur Unternehmensgruppe der V. G. Plc. gehörenden V. GmbH.

2

Die K. AG ist oberste Verwaltungs- und Holdinggesellschaft der K.-Gruppe, deren Gegenstand ausweislich ihrer Satzung die Betätigung auf allen Gebieten des Fernsehens, der Telekommunikation und der Multimedia sowie mit diesen Gebieten im Zusammenhang stehenden Serviceleistungen ist. Ihr Grundkapital beträgt € 88.522.939,00 und ist in ebenso viele auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von € 1,00 je Aktie eingeteilt. Ihre Aktien werden am regulierten Markt der Frankfurter Börse gehandelt.

3

Am 12.02.2013 kamen erstmals Gerüchte zu einer möglichen Übernahme der K. AG durch V. auf. Weitere mögliche Erwerbs- bzw. Veräußerungsgeschäfte, insb. ein Erwerb der T. C.-Gruppe durch die K. AG standen ebenfalls im Raum. Am 12.06.2013 veröffentlichte die K. AG sodann eine Ad-hoc-Mitteilung, wonach V. die K. AG übernehmen wolle, in der aber auch darauf hingewiesen wurde, dass zum jetzigen Zeitpunkt weder Gewissheit darüber, ob ein Angebot tatsächlich abgegeben werde, noch was die Bedingungen eines solchen Angebots sein könnten, bestehe. Am 17.06.2013 folgte sodann eine entsprechende Ad-hoc-Mitteilung mit der L. G. SA als mögliche Erwerberin.

4

Am 24.06.2013 folgte eine weitere Ad-hoc-Mitteilung der K. AG, wonach V. nach wie vor die Absicht habe, die K. AG zu erwerben. Dies solle durch ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot in Höhe von € 84,50 je Aktie umgesetzt werden. Am 30.07.2013 veröffentlichte die Antragsgegnerin sodann das entsprechende freiwillige Übernahmeangebot zum Erwerb sämtlicher Aktien der K. AG zu einem Preis von € 84,50 je Aktie. Sowohl dort als auch in der gemeinsamen Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der K. AG vom selben Tag zu diesem Übernahmeangebot werden als mögliche Strukturmaßnahmen der

Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags bzw. ein Squeeze-Out bei Erreichen der entsprechenden Mindestannahmeschwellen genannt. Dem Angebot liegen die Fairness Opinion von M. S... und P. W... zu Grunde, die beide zu dem Ergebnis kommen, dass die angebotene Gegenleistung angemessen sei.

5

Am 12.09.2013 hat sodann V. eine weitere Ad-hoc-Mitteilung veröffentlicht, in der bekannt gegeben wurde, dass die Angebotsschwelle von mindestens 75% erreicht sei und nunmehr beabsichtigt sei, mit der K. AG einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abzuschließen. Die finale Kartellfreigabe durch die Europäische Kommission erfolgte am 20.09.2013.

6

In dem jeweiligen Drei-Monats-Zeitraum vor dem 12.02.2013, 12.06.2013, 30.07.2013 bzw. 12.09.2013 belief sich der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelte gewichtete Durchschnittskurs der K.-Aktie auf € 57,22, € 72,11, € 82,19 bzw. € 84,53 je Aktie.

7

Am 29.12.2013 schlossen die K. AG und die Antragsgegnerin einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (BGAV), nach dessen Ziff. 1.1 die K. AG die Leitung ihrer Gesellschaft der Antragsgegnerin unterstellt, die dementsprechend berechtigt ist, dem Vorstand der Gesellschaft hinsichtlich ihrer Leitung Weisungen zu erteilen.

8

Ziff. 2.1 des BGAV verpflichtet die K. AG zur Abführung ihres gesamten Gewinns an die Antragsgegnerin. In Ziff. 3.1 ist eine entsprechende Verlustübernahme vereinbart.

9

In Ziff. 4.1, 4.2 des BGAV verpflichtet sich die Antragsgegnerin sodann zur Zahlung eines jährlichen Ausgleichs von brutto € 3,77 an die außenstehenden Aktionäre der K. AG bzw. in Ziff. 5.1 auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs zur Zahlung einer Barabfindung in Höhe von € 84,53 je Aktie.

10

Ziff. 5.6 des BGAV bestimmt darüber hinaus, dass die außenstehenden Aktionäre bei Kündigung des Vertrags innerhalb einer zweimonatigen Frist auch nach Ablauf der in Ziff. 5.1 geregelten Annahmefrist für die Abfindung ihre Aktien gegen Zahlung des in Ziff. 5.1 genannten Betrages bzw. bei gerichtlicher Erhöhung der Abfindung im Rahmen eines Spruchverfahrens auch zu dem dort festgesetzten höheren Betrag veräußern können.

11

Ziff. 7 des BGAV enthält sodann Regelungen zu einer Patronatserklärung der V. G. Plc. betreffend sämtliche Verpflichtungen der V. AG aus dem Vertrag.

12

Auf den weiteren Vertragstext wird Bezug genommen.

13

Die Hauptversammlung der K. AG stimmte dem BGAV am 13.02.2014 zu. Der Beschluss wurde am 13.03.2014 im Handelsregister eingetragen und am 14.03.2014 bekannt gemacht.

14

Die von der K. AG und der Antragsgegnerin im Vorfeld der Hauptversammlung beauftragte W... & K. G. T... AG W... (im Folgenden: die Bewerterin) ermittelte in ihrer gutachtlichen Stellungnahme vom 19.12.2013 (Anl. zum Schriftsatz v. 22.04.2014) zum Bewertungsstichtag des 13.02.2014 nach dem Ertragswertverfahren einen Unternehmenswert der Gesellschaft in Höhe von € 6.706,2 Mio. bzw. einen Wert je Aktie in Höhe von € 75,76 je Aktie, welcher deutlich unterhalb der auf Basis des höheren Börsenkurses (im Referenzzeitraum 13.06.2013 - 12.09.2013) festgelegten Abfindung von € 84,53 liegt.

15

Der Ausgleich wurde sodann nicht ausgehend von dem genannten Ertragswert, sondern zu Gunsten der Minderheitsaktionäre ausgehend vom Übernahmeangebot in Höhe von € 84,50 je Aktie errechnet. Der Verrentungszinssatz wurde mit 3,75% angegeben und setzt sich aus einem Basiszinssatz in Höhe von

2,75% und einem Risikozuschlag in Höhe von 1,0% zusammen, wobei letzterer aus dem Ausfallrisiko der Antragsgegnerin hergeleitet wurde. Hieraus errechnet sich ein Bruttoausgleich in Höhe von € 3,77 je Aktie (netto € 3,17 je Aktie).

16

Die gerichtlich bestellte sachverständige Prüferin W... & C.... GmbH W... (im Folgenden: die Vertragsprüferin oder sachverständige Prüferin) hielt in ihrem Prüfbericht vom 20.12.2013 (Anl. zum Schriftsatz v. 22.04.2014) Abfindung und Ausgleichszahlung im Ergebnis für angemessen.

17

80 Antragsteller haben die vertraglich vorgesehene Barabfindung und Ausgleichszahlung als zu niedrig angegriffen und die gerichtliche Festsetzung höherer Werte vor dem Landgericht München I verlangt, wobei die Antragsteller zu 19) und 20) ihre Anträge im Laufe des erstinstanzlichen Verfahrens zurückgenommen haben. Inhaltlich haben die Antragsteller zahlreiche Planannahmen als unplausibel und sämtliche Parameter der Kapitalisierung als nicht sachgerecht angegriffen. Auch die Sonderwerte seien zu Lasten der Antragsteller mit einem zu geringen Wert angesetzt worden. Darüber hinaus sei der Verrentungszinssatz im Rahmen des Ausgleichs zu niedrig. Dabei berufen sich die Antragsteller schwerpunktmäßig zum einen auf ein im Auftrag der Antragsteller zu 9), 34), 35), 43), 56), 57), 59) - 61) eingeholtes Privatgutachten derl.I. V. & C... Aktiengesellschaft W... (im Folgenden: I.-Gutachten), das im Ergebnis zu einem Unternehmenswert von mindestens € 110,52 bis hin zu einem Wert von € 150,01 je Aktie gelangt. Auf das Gutachten (Anl. AST. 2) wird Bezug genommen. Zum anderen haben auch die Antragsteller zu 67) und 68), zwei Privatgutachter beauftragt, die S... M. C... GmbH & Co. KG (im Folgenden: S...) und die R... & P. GmbH W... (im Folgenden: R...). Auch diese haben bereits erstinstanzlich zahlreiche Gutachten und Stellungnahmen zu den Ausführungen der Antragsgegnerin und der sachverständigen Prüferin angefertigt, die zu Abfindungswerten von bis zu € 263,48 je Aktie gelangen. Auf die jeweiligen schriftlichen Ausführungen (Anl. BR 1 - BR 65) wird Bezug genommen.

18

Das Landgericht hat in der mündlichen Verhandlung vom 10.12.2015 (Protokoll Bl. 841/868 d.A.), 20.06.2016 (Protokoll Bl. 992/1921 d.A.), 06.10.2016 (Protokoll Bl. 1051/1079 d.A.), 11.05.2017 (Protokoll Bl. 1179/1195 d.A.), 22./23.11.2017 (Bl. 1241/1280 d.A.), 06.09.2018 (Bl. 1446/1476 d.A.) und 22./23.05.2019 (Bl. 1727/1789 d.A.) verschiedene Mitarbeiter der Vertragsprüferin angehört und diese mit Beschlüssen vom 10.12.2015 (Bl. 868 d.A.), 18.12.2015 (Bl. 869/889 d.A.), 29.06.2016 (Bl. 1021 d.A.), 06.10.2016 (Bl. 1079 d.A.), 11.05.2017 (Bl. 1194 d.A.), 23.11.2017 (Bl. 1279 d.A.), 27.11.2017 (Bl. 1281/1287 d.A.), 06.10.2018 (Bl. 1475 d.A.), 30.10.2018 (Bl. 1489/1490 d.A.) und 08.03.2019 (Bl. 1576/1577 d.A.) beauftragt, zu bestimmten Einwendungen und Einzelfragen ergänzend schriftlich Stellung zu nehmen. Dem ist die Vertragsprüferin mit ihren Ausführungen vom 22.03.2016 (Bl. 886 ff. d.A.), 15.07.2016 (Bl. 1012/1037 d.A.), 13.01.2017 (Bl. 1107/1122 d.A.), 24.07.2017 (Bl. 1204/1222 d.A.), 26.04.2018 (Bl. 1297/1383 d.A.), 08.10.2018 (Bl. 1480/1486 d.A.), 28.11.2018 (Bl. 1495/1504 d.A.), 17.04.2019 (Bl. 1628/1650 d.A.) und 26.06.2019 (Bl. 1796/1808 d.A.) nachgekommen.

19

Mit Beschluss vom 27.11.2019 (Bl. 1960/2248 d.A.), berichtigt durch Beschluss vom 28.04.2020 (Bl. 2487/2500 d.A.) hat das Landgericht die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung und eines höheren Ausgleichs zurückgewiesen. Dabei hat es eine im Ausgangspunkt zutreffende Ermittlung des Unternehmenswerts unter Anwendung der Ertragswertmethode durch die Bewerterin und Vertragsprüferin angenommen, jedoch die Marktrisikoprämie von 5,5% auf 5,0% herabgesenkt und ist dementsprechend zu einem Unternehmenswert von € 6.909,5 Mio. und einem Wert je Aktie von € 78,05 gelangt. Angesichts der Tatsache, dass die auf Basis des Börsenkurses festgesetzte Abfindung immer noch darüber lag, hat es diese nicht erhöht.

20

Hinsichtlich des Ausgleichs hat das Landgericht sodann ausgeführt, dass es zwar grundsätzlich den Ertrags- bzw. Unternehmenswert als richtigen Anknüpfungspunkt erachte, dieser aber - selbst unter Berücksichtigung der gesunkenen Marktrisikoprämie - geringer als der seitens der Antragsgegnerin zugrunde gelegte Übernahmeangebotspreis sei. Wegen des Grundsatzes der reformatio in peius verbiete sich daher ein Abstellen auf diesen Wert. Der Verrentungszinssatz bedürfe keiner Korrektur, weswegen im

Ergebnis auch keine Erhöhung des Ausgleichs in Betracht käme. In Bezug auf den Ausgleich hat das Landgericht sodann die Beschwerde zugelassen.

21

Aufgrund des deutlich gesteigerten Erkenntnisgewinns nach Durchführung des Spruchverfahrens hat das Landgericht neben den Gerichtskosten auch die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller mit Ausnahme der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller 19) und 20), die ihre Anträge zurückgenommen haben, der Antragsgegnerin auferlegt.

22

Gegen diese Entscheidung haben die Antragsteller zu 1) - 7), 9), 21), 24) - 30), 35) - 40), 43), 45), 47), 48), 51), 65) - 68), 71) - 78) Beschwerde eingelegt. Sie beantragen eine höhere Festsetzung der Abfindung sowie des Ausgleichs. Allein der Antragsteller zu 7) hat ausdrücklich nur den Ausgleich und nicht die Abfindung angegriffen (Bl. 2282 d.A.). Der Antragsteller zu 75) hat seine Beschwerde mit Schriftsatz vom 26.03.2020 (Bl. 2357 d.A.) zurückgenommen.

23

Im Rahmen der Ertragswertermittlung greifen die Beschwerdeführer zunächst die Planung als (bewusst bzw. manipulativ) zu niedrig an. Dabei nehmen sie schwerpunktmäßig auf einen zwischenzeitlich fertiggestellten Sonderprüfungsbericht des Herrn M. S..., W.../S... Bezug. Dieser hat entsprechend des Beschlusses des Landgerichts München I vom 09.06.2016 im Verfahren 17 HK O 6754/15 einen rund 850 Seiten umfassenden Sonderprüfungsbericht nach § 142 Abs. 2 AktG zu etwaigen Pflichtverletzungen der K... AG, die u.a. im Zusammenhang mit der Übernahme durch die Antragsgegnerin und den damit verbundenen Bewertungsüberlegungen stehen, verfasst und gelangt dort unter Anwendung verschiedener eigener Bewertungsüberlegungen zu einer sachgerechten Wertbandbreite von € 110,37 - € 133,10 je Aktie. Auf die dortigen Ausführungen (Anl. 2-5 zum Schriftsatz vom 30.03.2021) wird Bezug genommen. Beschwerdeseits wird insofern beantragt, den Sonderprüfer als Zeugen zu hören.

24

Darüber hinaus greifen die beschwerdeführenden Antragsteller im Wesentlichen in Wiederholung der bereits erstinstanzlich erhobenen Rügen sämtliche Parameter der Kapitalisierung an. Im Übrigen sei auch die gewählte Vorgehensweise zur Bestimmung des Verrentungszinssatzes beim Ausgleich nicht sachgerecht. Dabei wird auf weitere privatgutachterliche Stellungnahmen von S... und R..., die sich detailliert mit der erstinstanzlichen Entscheidung auseinandersetzen, Bezug genommen. Die Antragsteller fordern darüber hinaus unter Hinweis auf § 30 Abs. 3 FamFG und unter Bezugnahme auf ein entsprechendes Rechtsgutachten des Herrn Dr. Dr. h.c. mult. P. (nach Aufhebung des Beschlusses und Zurückverweisung der Sache an das Landgericht) eine umfassende Neubewertung durch einen gerichtlich zu bestellenden Sachverständigen. Auf sämtliche gutachterlichen Stellungnahmen (Anl. BR 68 - 70) wird Bezug genommen.

25

Das Landgericht hat den Beschwerden mit Beschluss vom 28.04.2020 (Bl. 2487/2500 d.A.) nicht abgeholfen und die Akten dem Senat vorgelegt. Dabei hat es insbesondere darauf hingewiesen, dass ein Verstoß gegen § 30 Abs. 3 FamFG nicht ersichtlich sei, da § 8 Abs. 2 SpruchG die Möglichkeit der Sachverhaltsaufklärung durch die Anhörung des sachverständigen Prüfers als Grundlage der Überzeugungsbildung zulasse.

26

Mit nachträglichem öffentlichen Erwerbsangebot vom 22.10.2020 hat die Antragsgegnerin sämtlichen noch verbliebenen Aktionären der K. AG eine Abfindung in Höhe von € 103,00 je Aktie angeboten, wobei dieses Angebot u.a. mit der Verpflichtung das laufende Spruchverfahren zu beenden, verknüpft war. Die Antragsteller zu 67) und 68) haben dieses öffentliche Erwerbsangebot angenommen und dementsprechend mit Schriftsatz vom 26.02.2021 (Bl. 2629/2630 d.A.) ihre Anträge zurückgenommen, wobei seitens mehrerer Antragsteller bestritten wird, dass es neben der Abfindung in Höhe von € 103,00 je Aktie nicht noch weitere Zahlungen oder sonstige Zusatzabreden gegeben habe.

27

Der Senat hat u.a. auf Grundlage dieses Erwerbsangebots mehrfach versucht, eine umfassende gütliche Einigung herbeizuführen und mit Hinweisbeschlüssen vom 15.12.2020 (Bl. 2555/2566 d.A.), 29.04.2021 (Bl.

2774/2785 d.A.) und 16.08.2021 (Bl. 2844/2855 d.A.) darauf hingewiesen, dass unter Umständen auch eine Bestimmung der angemessenen Kompensationsleistungen allein auf Basis des Börsenwertes in Betracht komme. In diesem Zusammenhang hat er eine weitere ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin insbesondere zur Hochrechnung etwaiger anderer Referenzzeiträume vom Börsenkurs eingeholt. Auf die Ausführungen der sachverständigen Prüferin in ihrer Stellungnahme vom 02.08.2021 (Bl. 2859/2884 d.A.) wird Bezug genommen. Darüber hinaus hat der Senat die Beteiligten darauf hingewiesen, dass im Fall der Beschwerdezurückweisungen auch eine Abänderung der Kostenentscheidung des Landgerichts zu Ungunsten der Beschwerdeführer möglich sei.

28

Die beschwerdeführenden Antragsteller sind dem Ansatz einer marktorientierten Betrachtungsweise entgegengetreten. Dieser sei grundsätzlich mit dem verfassungsrechtlich garantierten Anspruch auf Bestimmung des „wahren“, „wirklichen“ Wertes der Beteiligung nicht vereinbar. In Bezug auf den Ausgleich verbiete sich das alleinige Abstellen auf den Börsenwert darüber hinaus bereits aufgrund des konkreten Gesetzeswortlauts, der eine Ertragswertermittlung erfordere. Gleiches gelte für den Verrentungszinssatz, welcher einer Anknüpfung an den Kapitalisierungszinssatz bedürfe. Selbst bei grundsätzlicher Anerkennung des marktorientierten Ansatzes sei das alleinige Abstellen auf den Börsenwert aber jedenfalls vorliegend nicht möglich, da der Börsenkurs in jedem in Betracht kommenden Zeitraum erheblich verfälscht worden sei, wie sich insbesondere aus dem mittlerweile vorliegenden Sonderprüfungsbericht ergebe. Die Antragsgegnerin ist sämtlichen Rügen der Antragsteller entgegengetreten.

29

Eine mündliche Verhandlung hat in der Beschwerdeinstanz nicht stattgefunden.

B.

30

Die zulässigen Beschwerden der Antragsteller haben in der Sache keinen Erfolg. Zu Recht ist das Landgericht davon ausgegangen, dass Abfindung und Ausgleich nicht zu erhöhen sind. Vielmehr stellen sich die festgesetzte Abfindung in Höhe von € 84,53 je Aktie sowie der festgesetzte jährliche Ausgleich in Höhe von € 3,77 brutto je Aktie als angemessen dar bzw. übersteigen bereits den „wahren“, „wirklichen“ Wert der Beteiligung.

31

I. Die Beschwerden sind zulässig. Sie sind insbesondere fristgerecht eingelegt, §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 63 Abs. 1 FamFG. Der gemäß §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 61 Abs. 1 FamFG für die Abfindung erforderliche Beschwerdewert von € 600,00 ist ebenfalls erreicht, wobei die Beschwer aller antragstellenden Beschwerdeführer zusammenzurechnen ist, da sich die Beschwerden gegen dieselbe Entscheidung richten und dasselbe Rechtsschutzziel verfolgen (vgl. BGH, Beschluss vom 18.09.2018 - II ZB 15/17, NZG 2018, 1394 Rn. 9, 19, 24; OLG Frankfurt, Beschluss vom 08.09.2016 - 21 W 36/15, NZG 2017, 622 ff.; BeckOGK/Drescher <01.09.2021> SpruchG, § 12 Rn. 9). Dies gilt vorliegend auch unter Berücksichtigung der zwischenzeitlich erfolgten Antrags- und Beschwerderücknahmen, denen soweit dies erforderlich ist, jedenfalls konkludent zugestimmt wurde, und ohne dass es auf eine genauere Betrachtung der jeweiligen Aktenbestände der im Beschwerdeverfahren noch beteiligten Antragsteller ankäme. Bei den geforderten Erhöhungen von mindestens rund € 20,- je Aktie ist der Wert allein unter Berücksichtigung der beispielhaft genannten Aktienbestände des Antragstellers zu 7) in Höhe von 100 Stück und/oder der Antragsteller zu 24 a) - 24 c) in Höhe von 60 Stück deutlich überschritten. In Bezug auf den Ausgleich hat das Landgericht in seinem Beschluss vom 27.11.2019 die Beschwerde ausdrücklich zugelassen. Insofern kommt es auf das Erreichen des Beschwerdewertes nicht an.

32

II. Die Beschwerden sind jedoch nicht begründet. Das Landgericht hat zu Recht weder eine höhere Barabfindung noch einen höheren Ausgleich festgesetzt.

33

1. Zunächst ist eine Erhöhung der auf € 84,53 festgesetzten Barabfindung nicht angezeigt.

34

a) Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag eine angemessene Abfindung enthalten, wobei in der vorliegenden Konstellation gemäß § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG ein Wahlrecht

zwischen der Gewährung von Aktien der Antragsgegnerin oder der Gewährung einer Barabfindung besteht. Die hier gewählte Barabfindung muss gemäß § 305 Abs. 3 S. 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen.

35

Unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts (Art. 14 Abs. 1 GG) ist die Angemessenheit der (Bar-)Abfindung nur dann zu bejahen, wenn ein vollständiger wirtschaftlicher Ausgleich für die Beeinträchtigung der vermögensrechtlichen Stellung der Aktionäre gewährt wird. Hierzu muss der „wirkliche“ oder „wahre“ Wert des Anteilseigentums widergespiegelt werden (vgl. BVerfG, Beschluss vom 24.05.2012 - 1 BvR 3221/10, NZG 2012, 1035 ff.; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, DStR 2016, 974 ff., Rn. 23, BGH, Beschluss vom 15.09.2020 - II ZB 6/20, ZIP 2020, 2230 Rn. 19).

36

Nach welcher Methode der „wirkliche“, „wahre“ Wert der Beteiligung ermittelt werden muss, schreibt Art. 14 Abs. 1 GG nicht vor. Auch das einfache Recht kennt entsprechende Vorgaben nicht. Das Gericht ist vielmehr gehalten, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung ist. Diese richtet sich wiederum nach der wirtschaftswissenschaftlichen und betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis. Kommen im konkreten Fall mehrere Berechnungsweisen in Betracht, obliegt die Auswahl damit dem Tatrichter im Rahmen seines Schätzermessens. Lediglich bei der sich daran anschließenden Frage, ob die vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode den o.g. gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht, handelt es sich um eine Rechtsfrage (vgl. BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZR 23/14, BGHZ 207, 114 ff., Rn. 12; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, NJW-RR 2016, 610 ff., Rn. 14, BGH, Beschluss vom 15.09.2020 - II ZB 6/20, ZIP 2020, 2230 ff. Rn. 13, 20). Entscheidend ist demnach allein, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft bzw. Betriebswirtschaftslehre grundsätzlich anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist und im konkreten Fall auch fachgerecht und methodensauber umgesetzt wurde (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 - 20 W 6/10, NZG 2013, 897; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28.10.2019 - 26 W 3/17, AG 2020, 254, Rn. 54; MüKoAktG/van Rossum, 5. Aufl. <2020> § 305 Rn. 82; Steinle/Liebert/Katzenstein, MÜHdBGesR, 5. Aufl. <2020> § 34 Rn. 132). Dass die gewählte Methode unumstritten ist, ist hingegen nicht erforderlich und faktisch auch nicht realisierbar. Es gibt keine Bewertungsmethode, die nicht (entweder in ihrer Gesamtheit oder jedenfalls in Bezug auf einzelne Bewertungsparameter) in Frage gestellt wird.

37

Diesem Prüfungsauftrag wird das Gericht nicht gerecht, wenn es nur überprüft, ob die von der Gesellschaft bzw. der Bewerterin vorgenommene Bewertung (noch) vertretbar bzw. plausibel ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11, AG 2012, 513 ff.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 - 20 W 6/10, a.a.O.; a.A. OLG Zweibrücken, Beschluss vom 02.07.2020 - 9 W 1/17, AG 2021, 29, 30). Auch der BGH hat jüngst nochmals auf den im Vergleich zu den Überprüfungsmöglichkeiten betreffend die Auswahlentscheidung der Bundesnetzagentur zum Eigenkapitalzinssatz zur Bestimmung der Erlösobergrenze für die Betreiber von Elektrizitäts- und Gasversorgungsnetze weitergehenden tatrichterlichen Überprüfungsmaßstab in Spruchverfahren hingewiesen (vgl. BGH, Beschluss vom 03.03.2020 - EnVR 34/18, BeckRS 2020, 5191, Rn. 19 ff.). Während dort die Auswahlentscheidung der Bundesnetzagentur betreffend das Bewertungsverfahren nur unter engen Voraussetzungen angegriffen werden kann (BGH, a.a.O., Rn. 6 ff.), ist das Gericht in Spruchverfahren grundsätzlich an die vom Abfindungspflichtigen bei der Festlegung der Abfindung zu Grunde gelegte Methode (bzw. einzelne Parameter dieser Methode) nicht gebunden (vgl. BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZR 23/14, BGHZ 207, 114 ff., Rn. 34). Dementsprechend ist auch das Beschwerdegericht als weitere Tatsacheninstanz an die von der Erstinstanz gewählte Methode nicht gebunden.

38

Dabei gilt der Grundsatz der Methodenoffenheit. Ein grundsätzliches Vorrangverhältnis besteht weder für das Ertragswertverfahren (auch wenn hierauf in der Praxis regelmäßig zurückgegriffen wird) noch für eine andere Methode, wie z.B. eine marktorientierte Beurteilung (vgl. BVerfG, Beschluss vom 16.05.2012 - 1 BvR 96/09, NZG 2012, 907 Rn. 18; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, DStR 2016, 974 ff., Rn. 21; MüKoAktG/van Rossum a.a.O. § 305 Rn. 90). Das (erstinstanzliche und auch das Beschwerde-)Gericht hat vielmehr eine eigene Schätzung vorzunehmen, die dem „wahren“, „wirklichen“ Wert der Beteiligung

möglichst nahe kommen soll und im Rahmen seines Schätzmessens eine eigenständige Entscheidung darüber zu treffen, welche Methode bzw. welcher Parameter innerhalb dieser Methode dazu vorliegend in Betracht kommt bzw. kommen.

39

b) Als Untergrenze für die Bestimmung des „wirklichen“, „wahren“ Wertes ist bei börsennotierten Gesellschaften auf den Börsenkurs zurückzugreifen, wie dies hier seitens der Bewerterin und Prüferin und diesen folgend seitens des Landgerichts auch geschehen ist. Eine geringere Abfindung als der Börsenwert würde der Dispositionsfreiheit über das Eigentum und damit der verfassungsrechtlichen Eigentumsgarantie des Art. 14 Abs. 1 GG nicht hinreichend Rechnung tragen; die Aktionäre dürfen nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätten (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, NJW 1999, 3769 ff.; BVerfG, Beschl. v. 26.04.2011 - 1 BvR 2658/10, NZG 2011, 869 ff.). Der Börsenwert wird in diesem Kontext allein als Deinvestitionswert der Aktie verstanden und ist - hier - nicht mit dem „wirklichen“, „wahren“ Wert der Beteiligung gleichzusetzen.

40

aa) In diesem Rahmen notwendig - aber auch ausreichend - ist, dass die Aktie tatsächlich verkehrsfähig war, also dass der Aktionär auch tatsächlich im Rahmen einer Deinvestitionsentscheidung seinen Anteil am Markt hätte veräußern können. Dies setzt voraus, dass keine Marktengpass vorlag und eine ausreichende Markttiefe bestand, was sich grundsätzlich an den Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG beurteilen lassen kann (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 - 12 W 1/17; ZIP 2018, 122 ff.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28.03.2014 - 21 W 15/11, AG 2014, 822 ff.). Insofern kann auf die Ausführungen der sachverständigen Prüferin verwiesen werden, die in ihrem Prüfbericht bestätigt hat, dass weder an weniger als einem Drittel der Börsentage Kurse festgestellt werden konnten, noch, dass mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5% voneinander abgewichen sind (vgl. Prüfbericht S. 47 f.). Darüber hinaus hat sie im Rahmen ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 02.08.2021 auch für die hier in Betracht kommenden Alternativzeiträume weitergehende Liquiditätskennzahlen genannt (vgl. ergänzende Stellungnahme S. 10 f., Bl. 2868 f. d.A.), die allesamt bestätigen, dass die Aktie durchweg nicht nur verkehrsfähig, sondern hoch liquide war. Der Bid-Ask-Spread lag durchgängig zwischen 0,3 und 0,4. Der Freefloat lag zwischen 90,6% und 85,9%. Das wirtschaftliche tägliche Handelsvolumen lag bereits zu Beginn bei T€ 9.374 und steigerte sich im Verlauf bis hin zu T€ 42.634. Damit wurden zwischen 163.316 bis hin zu 504.006 Aktien am Tag gehandelt. Bei diesen Zahlen erübrigt sich eine weitergehende Stellungnahme dazu, welche Grenzwerte mindestens eingehalten werden müssen und ob bestimmte Kennzahlen aussagekräftiger sind als andere. Die Aktie war vorliegend in jedem der in Betracht kommenden Zeiträume uneingeschränkt verkehrsfähig.

41

Auf eine weitere Analyse des Börsenkurses unter dem Aspekt der Informationseffizienz kommt es an dieser Stelle hingegen nicht an. Wird der Börsenwert rein als Deinvestitionswert verstanden, geht es gerade nicht darum, ob dem Markt eine zutreffende Beurteilung des „wirklichen“, „wahren“ Wertes der Beteiligung gelungen ist, sondern allein darum, dass der Anteilsinhaber nicht weniger erhalten darf, als er bei einer freien Veräußerung am Markt erhalten hätte. Aus eben diesem Grund kommt es an dieser Stelle auch nicht auf die Frage etwaiger Kursmanipulationen an (vgl. Emmerich/Habersack/Emmerich, 9. Aufl. <2019> AktG, § 305 Rn. 48; insofern zustimmend FAUB, AG 2021, 588, 589; in diese Richtung wohl auch BeckOGK/Veil/Preisser, AktG, § 305 Rn. 70). Vielmehr wird man nur in absoluten Ausnahmefällen von einer grundsätzlichen Unbeachtlichkeit des Börsenwertes als Untergrenze ausgehen können. Anhaltspunkte dafür, dass es sich hier um einen solchen Fall handelt, liegen nicht vor. Auch seitens der Antragsteller oder der Antragsgegnerin wird gegenteiliges nicht behauptet.

42

bb) Davon zu unterscheiden ist die Frage, ob sich der Börsenkurs frei von Abfindungsspekulationen gebildet hat und tatsächlich noch den Wert widerspiegelt, den der Anteilsinhaber bei einer freien Deinvestitionsentscheidung ohne die inmitten stehende Strukturmaßnahme erhalten hätte. Dies spielt entgegen vereinzelt beschwerdeseits vertretener Auffassung auch bei der Bestimmung des sachgerechten Börsenwertes als Mindestwert der Abfindung eine Rolle und ist im Rahmen der Diskussion über den maßgeblichen Referenzzeitraum zu berücksichtigen (vgl. grundlegend BGH, Beschluss vom 19.07.2010 - II ZB 18/09, NZG 2010 = DStR 2010, 1635 m. Anm. Prof. Dr. G. zur Abgrenzung zum Beschluss v. 12.03.2001 - II ZB 15/00).

43

(1) Dabei ist nach der soeben zitierten Rechtsprechung des BGH grundsätzlich auf den nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurs in einem dreimonatigen Zeitraum nicht unmittelbar vor dem Stichtag an sich, sondern vor der ersten Bekanntmachung der Strukturmaßnahme abzustellen (der Tag der Bekanntgabe selbst wird grundsätzlich nicht miteinbezogen, vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 26.09.2016 - 26 W 3/16, BeckRS 2016, 20010, Rn. 38; Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O., § 305 Rn. 46a). Durch diese Vorverlagerung des Zeitraums soll gewährleistet werden, dass dem Aktionär das ersetzt wird, was er ohne die zur Entschädigung führende Intervention des Hauptaktionärs bzw. ohne die zur Rede stehende Strukturmaßnahme beim freien Verkauf des Papiers erlöst hätte (vgl. BGH, a.a.O. Rn. 10 ff., 21). Es wird sichergestellt, dass der Kurs nicht von etwaigen Spekulationen anlässlich der Strukturmaßnahme geprägt ist (vgl. Hüffer/Koch/Koch, 15. Aufl. <2021> AktG, § 305 Rn. 43). Dies umfasst sowohl etwaige Verfälschungen nach oben aufgrund einer durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, als auch anders herum Verfälschungen nach unten durch Bekanntgabe eines bewusst zu niedrigen Abfindungsangebots (vgl. BGH a.a.O.) oder sonstige im Zusammenhang mit der Übernahme stehende Desinformationen des Marktes mit ebendiesem Ziel. Dabei ist aber stets im Auge zu behalten, dass durch jede Vorverlagerung auch eine gewisse Entfernung vom Stichtag in Kauf genommen wird, die ggf. wiederum eine Hochrechnung des Börsenwertes erforderlich macht (siehe dazu sogleich). Auch aus Gründen der Rechtssicherheit wird man daher im Regelfall die Grenze nicht bereits bei den ersten vagen Übernahmegerüchten ziehen können (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 01.03.2016 - 21 W 22/13 2016, AG 2016, 667, Rn. 67; Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O., § 305 Rn. 43), sondern auf die erste konkrete Bekanntgabe der inmitten stehenden Strukturmaßnahme abstellen müssen.

44

Dabei kommt es nicht entscheidend darauf an, ob zu diesem Zeitpunkt schon alle tatsächlichen und rechtlichen Vollzugsmaßnahmen für die Strukturmaßnahme erfüllt sind (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 18.08.2016 - 26 W 12/15, BeckRS 2016, 111005, Rn. 57 f.; Bucker NZG 2010, 967, 969). Auch die konkrete Bezifferung der mit der Strukturmaßnahme einhergehenden Kompensationsleistung ist nicht zwingend erforderlich (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 18.08.2016 - 26 W 12/15, a.a.O.). Ausreichend sind vielmehr hinreichend belastbare Informationen (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 - 12a W 5/15, BeckRS 2015, 12205, Rn. 29), denen entsprechend der Zielsetzung der Vorverlagerung kursbeeinträchtigendes Potential zukommt. Es geht maßgeblich um die Frage, ob der Kurs vornehmlich von Spekulationen über die Strukturmaßnahme und damit verbundenen Abfindungszahlungen und damit weniger vom Wert des Unternehmens geprägt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 21.10.2010 - 5 W 15/10, BeckRS 2011, 3054 Rn. 40).

45

(2) Unter Anwendung dieser Grundsätze geht der Senat zunächst - insofern in Übereinstimmung mit dem Landgericht - davon aus, dass maßgeblich nicht erst auf den 20.09.2013 als Endpunkt für den Referenzzeitraum abzustellen ist, als mit der Kartellfreigabe die letzte Vollzugsvoraussetzung erfüllt war. Darüber hinaus bestehen jedoch erhebliche Zweifel, ob ein Abstellen auf den 12.09.2013, als die V. AG mittels Ad-hoc-Mitteilung mitgeteilt hat, dass die Angebotsschwelle von 75% erreicht sei, dem dargestellten Sinn und Zweck der Vorverlagerung ausreichend Rechnung trägt oder ob vielmehr eine weitere Vorverlagerung angezeigt ist. Einer abschließenden Entscheidung bedarf es insofern aber nicht, da sich auch unter Zugrundelegung etwaiger in Betracht kommenden alternativen Referenzzeiträume ein höherer Börsenkurs nicht ergibt.

46

So ist zu berücksichtigen, dass bereits am 30.07.2013 im Rahmen der Veröffentlichung der Angebotsunterlage und der Stellungnahme der K. AG hierzu die konkrete Absicht zum Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags samt Höhe der festzusetzenden Kompensation bekannt gegeben wurde. Auch eine noch weitere Vorverlagerung wäre grundsätzlich denkbar. Zwar dürfte ein Abstellen auf den 13.02.2013, als erste Übernahmegerüchte durch die Antragsgegnerin aufgetaucht sind, nach den oben genannten Grundsätzen zu weitgehend sein, zumal es zu diesem Zeitpunkt noch andere mögliche Erwerbskonstellationen gab, über die ebenso spekuliert wurde. Aber bereits am 12.06.2013 wurde die Möglichkeit einer Übernahme durch die Antragsgegnerin mit der Ad-hoc-Mitteilung der K. AG deutlich konkreter, so dass auch dieser Tag als Endpunkt des Referenzzeitraums nicht von vornherein ausscheidet, sondern einer näheren Betrachtung bedarf.

47

Beschwerdeseits wird gegen eine weitere Vorverlagerung im Wesentlichen geltend gemacht, dass zum 30.07.2013 (und damit erst recht zu einem noch früheren Zeitpunkt) noch keine hinreichende Wahrscheinlichkeit zum Abschluss des BGAV bestanden habe. Dies mag mit Blick auf die zu diesem Zeitpunkt noch nicht erfüllten tatsächlichen und rechtlichen Vollzugsvoraussetzungen zutreffend sein, doch wurde bereits dargestellt, dass es hierauf nicht entscheidend ankommt. Im Übrigen wird das Erfordernis der hinreichenden Wahrscheinlichkeit damit begründet, dass der Information entsprechend dem Sinn und Zweck der Vorverlagerung des Referenzzeitraums ein gewisses Kursbeeinflussungspotential zukommen muss (so z.B. OLG Frankfurt, Beschluss vom 21.10.2010 - 5 W 15/10, a.a.O. Rn. 40). Wenn der Markt nicht davon ausgeht, dass die Strukturmaßnahme in naher Zukunft auch umgesetzt werden kann, wird er darauf nicht reagieren. Eine entsprechende Kursbeeinflussung würde dementsprechend nicht eintreten.

48

Dass die Entwicklung des Kurses der K. AG seit Beginn der Übernahmegerüchte durch diese geprägt war, ist unstrittig. Dies heißt jedoch nicht, dass der Kurs bereits seit Februar 2013 durch Spekulationen über eine bestimmte Strukturmaßnahme verfälscht gewesen wäre, sondern lediglich, dass die Aktie aufgrund der bestehenden Gerüchte in den Fokus der Marktteilnehmer gerutscht ist, was sich insbesondere an dem deutlichen Anstieg des Handelsvolumens zeigt. Erst nachdem unter monatelanger Fortdauer der Gerüchte am 12.06.2013 eine erste konkrete Ad-hoc-Mitteilung zu einer möglichen Übernahme durch die Antragsgegnerin veröffentlicht wurde, ist ein deutlicher Kurssprung von € 71,43 auf € 80,84 zu verzeichnen, ohne dass anderweitige, unternehmens- oder marktbezogene Umstände vorhanden wären, die diesen Sprung erklären könnten.

49

Nicht ohne Grund gehen dementsprechend auch alle involvierten sachverständigen Personen (Bewertungsgutachter, sachverständiger Prüfer, Privatgutachter) übereinstimmend davon aus, dass jedenfalls ab diesem Zeitpunkt der K.eigene Betafaktor stark verzerrt und nicht mehr aussagefähig war. Insofern ist durchaus ein Sachzusammenhang zwischen Belastbarkeit des unternehmenseigenen Betafaktors und Festlegung des sachgerechten Referenzzeitraums zu sehen. Es erscheint widersprüchlich, einerseits dem unternehmenseigenen Betafaktor aufgrund ebendieser Beeinflussung die Aussagekraft abzusprechen, andererseits aber in Bezug auf die Bestimmung des Referenzzeitraums für die Ermittlung des Börsenkurses ein entsprechendes Kursbeeinträchtigungspotential zu verneinen.

50

Soweit beschwerdeseits an dieser Stelle argumentiert wird, es sei ein Unterschied, ob die Kursentwicklung auf einen veröffentlichten freiwilligen Übernahmepreis oder auf Spekulationen über eine nachfolgende gesellschaftsrechtliche Abfindungsmaßnahme zurückzuführen sei und dementsprechend bestehe doch kein Wertungswiderspruch zwischen den Überlegungen zum Betafaktor und denen zum Börsenkurszeitraum, schließt sich der Senat dieser Auffassung nicht an, zumal am 12.06.2013 noch kein Übernahmepreis veröffentlicht worden ist. In beiden Fällen ist der Börsenkurs nicht mehr durch den Wert des Unternehmens, sondern durch Spekulationen in Bezug auf die bevorstehende Strukturmaßnahme geprägt, zumal beides auch sachlich miteinander verknüpft ist. Das Übernahmeangebot soll schließlich die Voraussetzungen für die Durchführung der Strukturmaßnahme schaffen und ist ebenso auf die Intervention des Hauptaktionärs zurückzuführen, von der der Kurs aber gerade freigehalten werden soll.

51

Vor diesem Hintergrund ist es auch irrelevant, dass es seit Veröffentlichung des Übernahmepreises keine nennenswerten darüber hinausgehenden Kursbewegungen gab und dass es nicht am 30.07.2013, sondern erst am 12.09.2013 zu einem weiteren Kurssprung auf ein Niveau deutlich oberhalb des Übernahmeangebots gekommen ist. Dabei soll nicht in Abrede gestellt werden, dass dieser Kurssprung mit großer Wahrscheinlichkeit tatsächlich auf - weitere - Spekulationsüberlegungen zurückzuführen ist. Dies schließt aber nicht aus, dass die vorherige Kursentwicklung nicht auch schon entsprechend beeinflusst war. Im Übrigen ist anzumerken, dass ein solcher Kurssprung auf einen Wert oberhalb des angekündigten Abfindungswertes zwar in der Praxis häufig zu beobachten ist, aber nach der dargestellten Rechtsprechung sicherlich keine zwingende Voraussetzung für die Bestimmung des Endpunktes des Referenzzeitraums darstellt.

52

Zuletzt kann auch kein Widerspruch zu anderer obergerichtlicher Rechtsprechung, insbesondere dem Beschluss des OLG Frankfurt v. 26.04.2021 - 21 W 139/19, NZG 2021, 979 Rn. 40, erkannt werden. Zum einen musste sich das OLG Frankfurt mit der sich hier stellenden Problematik nicht ausdrücklich auseinandersetzen, da es dort anders als im vorliegenden Fall in einem Zeitraum von 12 Monaten vor der Ankündigung des Unternehmensvertrags keine wesentlichen Kurssprünge gab. Zum anderen dürfte das OLG Frankfurt letztlich ebenfalls auf den Zeitraum vor Veröffentlichung des Übernahmeangebots nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngVO abgestellt haben (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, a.a.O. Rn. 4, 5, 38).

53

(3) Auch wenn nach dem oben Gesagten triftige Gründe für eine Vorverlagerung des Referenzzeitraums auf einen Zeitraum bis längstens zum 30.07.2013 sprechen, erübrigt sich eine weitergehende Festlegung an dieser Stelle, da ein höherer als der bereits festgesetzte Börsenwert von € 84,53 je Aktie bei allen in Betracht kommenden Zeiträumen (auch unter Berücksichtigung einer Hochrechnung, soweit diese angezeigt ist) nicht auszumachen ist.

54

Aus der vom Senat in Auftrag gegebenen weiteren ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 02.08.2021 (Bl. 2859/2884 d.A.) ergibt sich folgendes Bild: Bei einem Referenzzeitraum vom 13.11.2012 - 12.02.2013 errechnet sich der niedrigste Durchschnittskurs von € 57,22. Dieser steigert sich im Zeitverlauf. Für den Zeitraum vom 12.03.2013 - 11.06.2013 errechnet sich bereits ein Kurs von € 72,11 je Aktie und bei einem Referenzzeitraum vom 30.04.2013 - 29.07.2013 ein solcher von € 82,19 je Aktie. Sämtliche Kurse liegen damit unter dem bereits festgesetzten Kurs in Höhe von € 84,53.

55

Dies gilt auch unter Berücksichtigung der in der Rechtsprechung entwickelten Grundsätze zur Erforderlichkeit der Hochrechnung des Börsenkurses. Auch hieraus lassen sich keine höheren Kurse ableiten.

56

Eine Fortschreibung ist grundsätzlich dann angezeigt, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt und die Anpassung zum Schutz der Minderheitsaktionäre geboten scheint, um sie vor einer vorzeitigen Fixierung des Börsenwertes ohne Berücksichtigung etwaiger anschließender positiver Börsenentwicklungen zu schützen (vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010 - II ZB 18/09, NZG 2010, 939 Rn. 29). Es geht darum, den fiktiven am Bewertungsstichtag geltenden Börsenkurs für das Unternehmen zu finden, der sich ergeben hätte, wenn die unternehmerische Maßnahme nicht bekannt gemacht worden wäre (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.08.2020 - 21 W 59/19, AG 2020, 837 Rn. 29; Wasmann, ZGR 2011, 97).

57

Soweit auf den letztmöglichen alternativen Referenzzeitraum vom 30.04. - 29.07.2013 abgestellt wird, liegt allerdings ein Zeitraum von lediglich sechs Monaten und 14 Tagen vor, der nicht als „längerer Zeitraum“ anzusehen ist. Unter Berücksichtigung empirischer Befunde zu den regelmäßig vorliegenden Zeiträumen zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und tatsächlicher Beschlussfassung hierüber sowie der Tatsache, dass es sich um eine Korrekturmaßnahme mit Ausnahmecharakter handelt, ist die Grenze regelmäßig erst bei über sieben Monaten zu ziehen (vgl. eingehend OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.08.2020 - 21 W 59/19, a.a.O., Rn. 24 auch zu dem Umstand, dass der BGH in seiner Entscheidung vom 19.07.2010 eigentlich von neun und nicht nur von siebeneinhalb Monaten ausgegangen sei; OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11.06.2014 - 1 W 18/13, DStR 2014, 1727 ebenfalls zu sechseinhalb Monaten; LG München I, Beschluss vom 28.04.2017 - 5 HK O 26513/11, AG 2017, 501; Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O., § 305 Rn. 47). Dieser Zeitraum ist vorliegend nicht erreicht, weswegen sich eine weitere Auseinandersetzung mit den konkret in Betracht kommenden Möglichkeiten zur Hochrechnung an dieser Stelle erübrigt.

58

Der alternativ in Betracht kommende Referenzzeitraum vom 12.03. - 11.06.2013 liegt hingegen acht Monate und einen Tag vor dem Tag der Hauptversammlung und kann daher grundsätzlich als längerer Zeitraum zu werten sein. Dennoch führt auch in dieser Konstellation eine Hochrechnung nicht zu einem höheren Börsenwert als dem bereits angesetzten.

59

Zur konkreten Vorgehensweise zur Hochrechnung macht der BGH in der zitierten Entscheidung keine Vorgaben. Er spricht lediglich von einer Hochrechnung entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung (vgl. BGH, Beschluss vom 19.07.2010 - II ZB 18/09, a.a.O., Rn. 29). Wie die sachverständige Prüferin zutreffend festgestellt hat, hat sich auch sonst in der Rechtsprechung keine einheitliche Hochrechnungsmethodik herausgebildet. In der Literatur werden beide vom BGH genannten Möglichkeiten grundsätzlich als sachgerecht anerkannt (vgl. BeckOGK/Veil/Preisner, a.a.O., § 305 Rn. 64; Heidel/Meilicke/Kleinertz, 5. Aufl. <2020> AktG, § 305 Rn. 39), wobei in der Praxis die Tendenz erkennbar ist, sich eher am relevanten Marktsegment als allein an der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu orientieren (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.08.2020 - 21 W 59/19, BeckRS 2020 23646 Rn. 31 m.w.N.; MüKoAktG/van Rossum, a.a.O., § 305 Rn. 108; Hölters/Deilmann, 3. Aufl. <2017> AktG, § 305 Rn. 43). Allerdings wird auch diese Tendenz auf unterschiedliche Arten umgesetzt (vgl. bspw. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 - 12a W 5/15, AG 2015, 789, BeckRS 2015 12205 Rn. 32; OLG Frankfurt, Beschluss vom 27.08.2020 - 21 W 59/19, a.a.O.). Dass in den beiden genannten Verfahren des OLG Karlsruhe und des OLG Frankfurt nicht auf die hier gewählte Vorgehensweise zurückgegriffen wurde, spricht entgegen beschwerdeseitiger Darstellung nicht gegen diese Methode, sondern untermauert lediglich, dass sich eine einheitliche Praxis insofern bislang nicht herausgebildet hat. Eine konkrete Auseinandersetzung mit dem hier gewählten Ansatz, bzw. sogar dessen Ablehnung ist in den dortigen Verfahren nicht erfolgt.

60

In Übereinstimmung mit der Tendenz nicht pauschal auf die allgemeine Marktentwicklung abzustellen, spricht sich auch der Senat entsprechend den Ausführungen der sachverständigen Prüferin für eine Hochrechnungsmethodik aus, die dem Umstand Rechnung trägt, dass es für die Annahme, die Aktie des zu bewertenden Unternehmens folge 1:1 der Entwicklung des Marktes (oder auch nur der Branche) keine ökonomisch plausible Erklärung und auch keine entsprechenden empirischen Befunde gibt. Es bedarf vielmehr einer Hochrechnung, die ebendiesen Faktor, mit dem der Kurs der Aktie um den Markt schwankt, berücksichtigt (so auch IDW WPH Edition <2018> Kap. C Rn. 44, 45f.).

61

Genau dieses Verhältnis wird im Rahmen der Kapitalisierung der finanziellen Überschüsse beim Ertragswertverfahren durch den Betafaktor abgebildet. Dieser sagt aus, um wie viel Prozent sich die Rendite der Aktie des zu bewertenden Unternehmens verändert, wenn die Rendite des Marktportfolios um 1% ansteigt. Hintergrund ist dabei die Annahme, dass die Breite von Kursschwankungen ein Maßstab für das unternehmensindividuelle Risiko ist. Je geringer diese Volatilität, umso niedriger ist auch das Risiko und andersherum (vgl. zum Ganzen IDW S1 i.d.F. 2008 Rn. 121; BeckOGK/Veil/Preisner, a.a.O., § 305 Rn. 97 f.; MüKoAktG/van Rossum, a.a.O. § 305 Rn. 155; Peemöller/Meitner/Streitferdt, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 7. Aufl. <2020> S. 592 mit weiteren ausführlichen Erläuterungen und Beispielen; Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. <2016> Rn. 873). Ein Betafaktor in einer Größenordnung zwischen null und eins - wie vorliegend - sagt aus, dass sich die Aktie in dieselbe Richtung wie das Marktportfolio entwickelt, aber kleiner ausschlägt. Dies gilt sowohl für steigende, als auch für fallende Kurse. Bei einem Betafaktor von größer als eins entwickelt sich die Aktie ebenfalls in dieselbe Richtung wie der Gesamtmarkt, schlägt aber - wiederum in beide Richtungen - stärker aus (Peemöller/Meitner/Streitferdt, a.a.O.). Vor diesem wirtschaftswissenschaftlich anerkannten und im Rahmen der Ertragswertermittlung grundsätzlich unbestrittenen Zusammenhang kann der beschwerdeseitige Einwand, ebendieses Verhältnis zwischen Gesamtmarktrendite und Rendite des in mitten stehenden Unternehmens sei seitens der Prüferin ohne empirischen Nachweis behauptet worden, nicht nachvollzogen werden.

62

Auch ein grundsätzlicher Widerspruch zu den Auswirkungen einer Reduzierung/Erhöhung des Betafaktors im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes bei der Ertragswertberechnung kann nicht erkannt werden. Zwar ist den Beschwerdeführern darin zuzustimmen, dass ein geringerer Betafaktor dort zu einem geringeren Kapitalisierungszinssatz und damit (jedenfalls bei unterstellten gleichbleibenden finanziellen Überschüssen) zu einem höheren Ertragswert führt, während sich vorliegend im Rahmen der Hochrechnung des Börsenkurses ein geringerer Betafaktor für die außenstehenden Aktionäre negativ auswirkt. Es handelt sich dennoch um keinen grundsätzlich gegenläufigen Effekt. Wäre eine negative Börsenentwicklung zu

verzeichnen, hätte ein geringerer Betafaktor - nunmehr im Gleichlauf mit einer entsprechenden Variation im Kapitalisierungszinssatz - einen positiven Effekt für die Minderheitsaktionäre. Dies ist auch inhaltlich sachgerecht. Der Betafaktor soll Auskunft über das unternehmenseigene Risiko geben. Die Frage, welche Risiken das Unternehmen bereit ist einzugehen, spielt bei einer Ertragswertberechnung aber nicht erst im Rahmen der Kapitalisierung, sondern bereits bei der Risikoanalyse der geplanten finanziellen Überschüsse eine Rolle. Dementsprechend sind bei der Bestimmung des Zählers und Nenners des Bewertungskalküls gewisse Äquivalenzprinzipien einzuhalten, die in einer Gesamtschau ein insgesamt stimmiges Bild des Unternehmensrisikos vermitteln sollen (vgl. Peemöller/Gleißner, a.a.O. S. 894 f.). Die Marktteilnehmer lassen sich die unternehmerische Unsicherheit (= das Risiko) durch Risikoprämien abgelten. Auch wenn in diesem Zusammenhang allgemein anerkannt ist, dass Wirtschaftssubjekte grundsätzlich künftige Risiken stärker gewichten als künftige Chancen (vgl. IDW WPH Edition, a.a.O. Rn. A 215), bleibt es doch bei dem Grundsatz, dass risikoreiche strategische Entscheidungen des Unternehmens zwar höhere finanzielle Überschüsse aber eben auch einen höheren Betafaktor und damit einen Risikozuschlag rechtfertigen. Dementsprechend schlägt auch die Aktie des Unternehmens im Vergleich zum Gesamtmarkt nach oben und nach unten stärker aus. Dies ist nicht widersprüchlich, sondern konsequent.

63

Wenn aber durch den Betafaktor (insbesondere wenn dieser wie vorliegend anhand des unternehmenseigenen Betas bestimmt werden kann, siehe dazu sogleich) bereits das Verhältnis zwischen Marktentwicklung und konkreter Unternehmensentwicklung ausgedrückt wird, ist es nicht erforderlich, u.U. sogar verfälschend, wie antragstellerseits zutreffend ausgeführt wird, die Hochrechnung sodann nicht anhand der allgemeinen Marktentwicklung, sondern einschränkender anhand der Branchenentwicklung (bzw. vorliegend in Ermangelung eines passenden Branchenindex anhand der Peer Group) vorzunehmen. Auch bei der Ableitung des Betafaktors wird grundsätzlich - und insofern auch im vorliegenden Verfahren unbestritten - auf einen breiten Marktindex abgestellt (vgl. Peemöller/Meitner/Streitferdt, a.a.O. S. 605 f., IDW WPH Edition, a.a.O. Rn. A 404; MüKoAktG/van Rossum, a.a.O. § 305 Rn. 160). Umstritten ist vorliegend nur, ob dies auf Basis eines breiten nationalen (CDAX) oder internationalen (MSCI World) Indices zu geschehen hat, was jedoch an dieser Stelle keiner abschließenden Entscheidung bedarf, da sich zwar bei einer Regression gegen den CDAX höhere Werte als bei einer solchen gegen den MSCI World ergeben, diese sich im Ergebnis aber immer noch - deutlich - unterhalb des bereits festgesetzten Börsenwertes bewegen.

64

Es wäre allenfalls zu überlegen, ob alternativ zu einer Hochrechnung anhand der allgemeinen Marktentwicklung unter Berücksichtigung des Betafaktors auf eine Hochrechnung allein anhand der branchentypischen Wertentwicklung (über einen Branchenindex oder eine Peer Group) abzustellen sein könnte. In dem Fall erschiene es in der Tat nicht sachgerecht, hier zusätzlich noch den unternehmenseigenen Betafaktor zu berücksichtigen. Bei der Ableitung des Betafaktors über eine Peer Group wird schließlich auch davon ausgegangen, dass der Betafaktor der Peer Group den Betafaktor des Unternehmens widerspiegelt. Wenn aber - wie vorliegend - ein statistisch aussagekräftiger, unternehmenseigener Betafaktor vorliegt, ist nicht ersichtlich, warum dieser nicht nutzbar gemacht werden und stattdessen ein Weniger an Vergleichbarkeit und damit an Genauigkeit hingenommen werden soll, zumal ein passender Branchenindex vorliegend nicht gegeben und die konkrete Zusammensetzung der Peer Group höchst umstritten und mit zahlreichen weiteren Unsicherheiten behaftet ist. Nicht ohne Grund wird es auch im Rahmen der Kapitalisierung bei der Ertragswertberechnung ganz überwiegend als sachgerechter angesehen, bei entsprechender Aussagekraft auf den unternehmenseigenen Betafaktor und nicht auf eine Peer Group abzustellen, schließlich spiegelt ersterer das systematische operative Risiko der Gesellschaft unmittelbar und damit genauer wider als dies durch einen Vergleich mit anderen Unternehmen geschehen kann (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.11.2019 - 21 W 77/14, NZG 2020, 339 Rn. 74; Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O. Rn. 932; Fleischer/Hüttemann/Popp/Ruthardt, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. <2019> § 12 Rn. 96 ff.). Das Abstellen auf Branchenbetas wird dabei noch kritischer gesehen und regelmäßig nur zu Plausibilisierungszwecken genutzt (vgl. Peemöller/Meitner/Streitferdt, a.a.O. S. 629; MüKoAktG/van Rossum, a.a.O., § 305 Rn. 165).

65

Vorliegend sind sich sämtliche Beteiligte, einschließlich sämtlicher involvierter sachverständiger Personen im Kern einig, dass der unternehmenseigene Betafaktor bis zum 12.06.2013 bzw. jedenfalls bis zum

13.02.2013 hinreichend liquide und belastbar und einer Ableitung über eine Peer Group auch vorzugswürdig ist. Allein die Bewerberin hat sich gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Betafaktors ausgesprochen (das Landgericht hat eine Entscheidung diesbezüglich ausdrücklich dahinstehen lassen), dies aber nicht auf die mangelnde Liquidität des unternehmenseigenen Betas, sondern im Wesentlichen auf den sog. „Day-of-the-week-Effekt“ gestützt (vgl. Bewertungsgutachten S. 70). Diese Bedenken greifen vorliegend jedoch nicht durch.

66

Ausgangspunkt ist dabei die Problematik, dass zur Ermittlung des Betafaktors zunächst auf Zweijahreszeiträume mit wöchentlichen Renditen zum (allgemein üblichen) Freitagkurs abgestellt wurde. Hieraus ergibt sich ein deutlich niedrigerer Betafaktor, als wenn beispielsweise auf den Dienstag abgestellt werden würde. Eine ökonomische Rechtfertigung dafür, auf den Freitag abzustellen, gibt es dabei nicht. Es handelt sich schlicht um die Standard-Einstellung des Datendiensteanbieters Bloomberg für die Wochen-Beta-Abfrage.

67

Die Bewerberin stellt sodann die These auf, dass dieser sog. „Day-of-the-week Effekt“ jedenfalls in dieser Ausprägung nur bei der Ermittlung des unternehmenseigenen Betas, nicht aber bei der Ermittlung über eine Peer Group zum Tragen komme, da die Datenbasis bei letzterer deutlich breiter sei, weswegen sich etwaige Verzerrungen tendenziell ausgleichen würden. Dabei ist zwar der grundsätzlichen These, dass die Qualität der Schätzung mit steigender Anzahl der Beobachtungen, die eben auch durch eine möglichst große Peer-Group erreicht werden kann, im Grundsatz zuzustimmen, doch ist zu berücksichtigen, dass es sich bei der Problematik der z.T. deutlich niedrigeren Freitag-Betas nicht um ein Sonderproblem bei der Ermittlung des K. eigenen Betafaktors, sondern um ein grundsätzliches, strukturelles Problem bei der Verwendung von bestimmten Wochentagen handelt, das bei der Ermittlung der Betafaktoren etwaiger Peer Group Unternehmen ebenso auftreten kann und dementsprechend auch aus anderen Spruchverfahren bekannt ist (vgl. bspw. LG München I, Beschluss vom 02.12.2016 - 5 HK O 5781/15, BeckRS 2016, 135593, Rn. 183). Insofern ist nicht ersichtlich, wie ein alternatives Abstellen auf die Peer Group - womit nach dem oben Gesagten ohnehin bereits ein Minus an Vergleichbarkeit und damit Genauigkeit in Kauf genommen wird - diese Problematik lösen sollte. Sie wird lediglich von der Bestimmung des unternehmenseigenen Betas auf die Bestimmung der Peer Group Betas verlagert.

68

Vor diesem Hintergrund hält der Senat es in der vorliegenden Konstellation für sachgerecht zur Hochrechnung des Börsenkurses auf eine Hochrechnung anhand der allgemeinen Entwicklung unter Berücksichtigung des unternehmenseigenen Betafaktors zurückzugreifen. Dieser belief sich nach den Ausführungen der Prüferin im Dreijahreszeitraum vor dem 12.06.2013 (für den späteren Zeitraum kommt nach dem oben Gesagten eine Hochrechnung bereits grundsätzlich nicht in Betracht) auf verschuldet 0,66 (MSCI World) bzw. 0,51 (CDAX), bzw. im Zeitraum vor dem 13.02.2013 auf 0,75 bzw. 0,55, wobei es sich hierbei jeweils um die Wochendurchschnittskurse handelt. Soweit man mit deml.-Gutachten alternativ auf die Freitagskurse abstellen würde, ergäben sich vergleichsweise niedrigere Betafaktoren (vgl.l.-Gutachten Rn. 182) und damit niedrigere hochgerechnete Börsenkurse. Eine Entscheidung darüber, ob die Mittelwertbildung eine sachgerechte Lösung der Problematik des sog. „Day-of-the-week-Effekts“ darstellt, erübrigt sich daher an dieser Stelle.

69

(4) Damit ergeben sich auch für die alternativ in Betracht kommenden Referenzzeiträume, keine Werte, die über den bereits festgesetzten Börsenwert von € 84,53 hinausgehen. Für den Zeitraum 30.04.2013 - 29.07.2013, für den ein Kurs von € 82,19 festgestellt wurde, besteht bereits grundsätzlich kein Bedürfnis für eine Hochrechnung und für den Zeitraum 12.03.2013 - 11.06.2013, der im Ausgangspunkt mit € 72,11 je Aktie angegeben wurde, führt auch die Hochrechnung zu keinem anderen Ergebnis. Dies gilt unabhängig von der Tatsache, ob der unternehmenseigene Betafaktor tatsächlich bis zum Ende dieses Referenzzeitraums hinreichend belastbar war. Soweit teilweise vertreten wird, dieser sei bereits seit Februar 2013, als erstmals Übernahmerüchte aufkamen, zu stark verzerrt, wäre alternativ auch für diese Hochrechnung der Betafaktor bis zum 12.02.2013 heranzuziehen. Dieser ist zwar sowohl im MSCI World als auch im CDAX vergleichsweise höher, eine Hochrechnung anhand dieser Werte führt aber ebenfalls nicht zu einem Wert von über € 84,53, sondern im Maximum zu einem Wert von € 79,59 je Aktie. Insofern

kann unter jeglichem hier erörterten Gesichtspunkt eine abschließende Entscheidung zum sachgerechten Referenzzeitraum dahinstehen.

70

c) Der Börsenkurs von höchstens € 84,53 bildet in der vorliegenden Konstellation aber nicht nur in Form des Deinvestitionswertes die Untergrenze der angemessenen Abfindung ab, er kann darüber hinaus als Ausdruck einer zutreffenden Marktbewertung durch die Marktteilnehmer auch als Schätzgrundlage für den „wirklichen“, „wahren“ Wert herangezogen werden.

71

aa) Auch wenn nach dem oben Gesagten die Entscheidung für ein alleiniges Abstellen auf den Börsenwert nicht zwingend eine vorherige Entscheidung gegen das Ertragswertverfahren erfordert, ist doch zu berücksichtigen, dass in der vorliegenden Sachverhaltskonstellation (insbesondere auch im Vergleich zu anderen Spruchverfahren) erhebliche Unsicherheiten bei den einzelnen Parametern dieses Berechnungsverfahrens bestehen und daher beim Senat jedenfalls Zweifel bestehen, inwiefern diese Methode hier noch eine taugliche Schätzgrundlage darstellt.

72

Je nach Variation der Planannahmen und Kapitalisierungsparameter ergeben sich enorme Wertbandbreiten von unter € 70,00 bis zu über € 250,00 je Aktie. Dabei mag es sich in den Randbereichen vielleicht um Extremwerte handeln, die in einer Gesamtschau kaum noch zu plausibilisieren sind, aber auch in den engeren Bandbreiten, die sich unter Zugrundelegung der Parameter, die insbesondere seitens der Privatgutachter - bei denen es sich gerichtsbekannt um anerkannte Experten auf dem Gebiet der Unternehmensbewertung handelt - befürwortet werden, liegen die in Betracht kommenden Werte derart weit auseinander, dass es fraglich erscheint, ob dies noch eine verlässliche Basis für die gerichtliche Schätzung darstellen kann.

73

Beispielhaft sei an dieser Stelle als Ausgangspunkt dasl.-Gutachten genannt, das einen Wert von € 110,52 als angemessenen Abfindungswert nennt. Dabei geht das Gutachten von einer Marktrisikoprämie von 5,5% und einem Betafaktor von 0,5 aus. Bei einer Reduzierung der Marktrisikoprämie auf 5,0%, wie sie das Landgericht vorgenommen hat und wie sie für den inmitten stehenden Stichtag des 13.02.2014 auch der Rechtsprechung des Senats entsprechen würde (vgl. Beschluss vom 16.10.2018 - 31 Wx 415/16, AG 2019, 357 ff. u. Beschluss vom 03.12.2020 - 31 Wx 330/16, BeckRS 2020, 34436), ergäbe sich bereits ein Wert von € 121,79 je Aktie. Noch nicht berücksichtigt ist dabei eine mögliche weitere Reduzierung des Betafaktors (das Rödl-Gutachten nennt hier einen Wert von 0,43), die mit der bereits dargestellten Problematik der Freitags-Betas einhergeht. Allein dies hätte - ohne Reduzierung der Marktrisikoprämie - einen noch höheren Wert zur Folge (lautl.-Sensitivitätsanalyse € 130,03 bei einem Betafaktor von 0,425).

74

Auf der anderen Seite ist zu sehen, dass die seitens der Antragsteller bzw. der Privatgutachter angenommenen (noch) höheren Unternehmenswerte ganz wesentlich auf anderen - höheren - Planannahmen beruhen. Insbesondere, aber nicht nur, geht es vorliegend um die Frage, ob die zugrunde gelegte November-Planung tatsächlich eine sachgerechte Basis für die Planungsrechnung darstellen kann oder ob es sich hierbei im Vergleich zu der noch deutlich optimistischeren März-Planung nicht um eine rein anlassbezogene Plananpassung mit dem Ziel, den Unternehmenswert möglichst klein zu halten, gehandelt haben könnte. Ohne an dieser Stelle eine abschließende Entscheidung darüber zu treffen, ist zu berücksichtigen, dass die Planung in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen und damit im Sinne einer „Realitätsprüfung“ nur eingeschränkt darauf hin überprüfbar ist, ob sie auf einer sachgerechten Methodik und einer vollständigen Datenbasis beruht, der Höhe nach vertretbar ist und ihre rechnerische Richtigkeit gewährleistet ist (vgl. Creutzmann, BewertungsPraktiker 2021, 12; Ruthardt/Popp, AG 2021, 296, 301). Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere (für die Antragsteller günstigere) - letztlich aber ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG, Beschluss vom 24.05.2012 - 1 BvR 3221/10, NZG 2012, 1035 ff., Rn. 30; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.02.2020 - 26 W 7/18, AG 2020, 593; Senat, Beschluss vom 14.07.2009 - 31 Wx 121/06, WM 2009, 1848 Rn. 12 und Beschluss vom 06.08.2019 - 31 Wx 340/17, AG 2019, 887 ff.; BeckOGK/Drescher, a.a.O., § 8 Rn. 8;

MüKoAktG/van Rossum, a.a.O., § 305 Rn. 121). Dies gilt zwar ganz grundsätzlich für die Überprüfung jeder Planungsrechnung innerhalb jeder Ertragswertberechnung - und steht dementsprechend der grundsätzlichen Anerkennung des Ertragswertverfahrens auch nicht entgegen - dennoch handelt es sich auch in diesem Punkt im vorliegenden Verfahren im Hinblick auf die Vielzahl der angezweifelten Planannahmen und die möglichen Bandbreiten gerade in Kumulation der Einzelannahmen um einen Extremfall.

75

Die Kombination aus diesen sowohl im Zähler als auch im Nenner bestehenden großen Unsicherheiten im Bewertungskalkül, die auch nach zahlreichen Anhörungen der sachverständigen Prüferin und weiteren zahlreichen ergänzenden Stellungnahmen, jeweils unter Einbindung der antragstellerseitigen Privatgutachter, die sich über einen Zeitraum von mehreren Jahren erstreckt haben, nicht beseitigt werden konnten, haben beim Senat jedenfalls Zweifel aufkommen lassen, ob das Ertragswertverfahren - im konkreten Fall - eine taugliche Schätzgrundlage darstellen kann. Ob diese Unsicherheiten durch Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens ausgeräumt werden können, erscheint ebenfalls zweifelhaft und begegnet angesichts der bisherigen Verfahrensdauer auch vor dem Hintergrund, dass die Schätzgrundlagen zwar methodensauber, aber eben auch in einem prozessökonomisch vertretbaren Rahmen geschaffen werden müssen, erheblichen Bedenken.

76

bb) Auch das Abstellen auf den Börsenkurs ist naturgemäß nicht frei von jeglichen Unsicherheiten, wie bereits die obigen Ausführungen zum sachgerechten Referenzzeitraum zeigen, wobei die insofern bestehenden Variationsmöglichkeiten - anders als bei den möglichen Variationen beim Ertragswert - allesamt zu keinem höheren Ergebnis und dementsprechend zu deutlich mehr Rechtssicherheit führen. Darauf kommt es aber nicht entscheidend an. Die Bestimmung des angemessenen Beteiligungswertes bleibt stets - ungeachtet der Bewertungsmethode - eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung. Dies ist hinzunehmen. Entscheidend ist allein, dass der Senat die gewählte Methode grundsätzlich und im konkreten Fall als eine zur Schätzung des „wirklichen“, „wahren“ Wertes der Beteiligung taugliche Berechnungsmethode anerkennt.

77

(1) Dass eine marktorientierte Betrachtung - sofern im konkreten Verfahren die Voraussetzungen dafür vorliegen - verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden ist und im Sinne der ständigen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs eine in der Wirtschaftswissenschaft bzw. Betriebswirtschaftslehre grundsätzlich anerkannte und in der Praxis gebräuchlich anerkannte Methode darstellen kann, hat das Bundesverfassungsgericht unter anderem bereits in seiner T-Online Entscheidung vom 26.04.2011 - 1 BvR 2658/10, NZG 2011, 869 klargestellt. Dort hat es nicht nur dargelegt, dass und warum ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung der Abfindung Berücksichtigung finden müsse (Rn. 21), sondern ist noch einen Schritt weiter gegangen und hat ausgeführt, dass die Auswahl der Bewertungsmethode dem Tatrichter obliege und es im konkreten Fall verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden sei, dass das OLG eine rein marktorientierte Betrachtungsweise auf Grundlage des Börsenkurses gewählt habe (Rn. 24, 25).

78

Soweit antragstellerseits wiederholt die DAT-Atlanta Entscheidungen des Bundesverfassungsgerichts (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, NZG 1999, 931) und dem folgend des Bundesgerichtshofs (BGH, Beschluss vom 12.03.2001 - II ZB 15/00, NZG 2001, 603) als Beleg für eine zwingende Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre angeführt werden, sei darauf hingewiesen, dass das Bundesverfassungsgericht derartiges dort gerade nicht gefordert hat. Es hat dort ausgeführt, dass und warum der Börsenkurs regelmäßig die Untergrenze ist, nicht aber dass zwingend zusätzlich eine Ertragswertermittlung und sodann eine Meistbegünstigung stattfinden müsse. Vielmehr heißt es auch dort, dass gegen eine Unternehmensbewertung anhand des Börsenwertes im Prinzip keine Bedenken bestünden (vgl. BVerfG, a.a.O., NZG 1999, 931, 933). Dass der Bundesgerichtshof sodann einen Schritt weitergegangen ist, mag zutreffend sein, ist verfassungsrechtlich aber nicht zwingend und durch mehrere nachfolgende Entscheidungen überholt. So hat der Bundesgerichtshof mit Beschluss vom 12.06.2016 - II ZB 25/14, NZG 2016, 461 ausdrücklich klargestellt, dass der „wahre“ Wert der Beteiligung grundsätzlich als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung ermittelten Wert des Unternehmens (mittelbar) berechnet oder auf andere Weise (unmittelbar), insbesondere unter Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, festgestellt werden könne. Dass dies im konkreten Fall letztlich nicht zum

Tragen kam, ändert an der grundsätzlichen Aussage nichts. Der Bundesgerichtshof hat dort weiter ausgeführt, dass die Berücksichtigung des Börsenwertes auf der Annahme beruhe, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es gehe, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlage. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer solchen effektiven Informationsbewertung nicht ausgegangen werden könne, sei der Anteilswert auf Grund einer Unternehmensbewertung zu ermitteln (vgl. BGH a.a.O. Rn. 23). Jüngst hat der Bundesgerichtshof dies mit seiner Entscheidung vom 15.09.2020 - II ZB 6/20, NZG 2020, 1386 nochmals bestätigt. Dort hat er zwar ausgeführt, dass der Börsenkurs regelmäßig die Untergrenze der Abfindung darstelle, eine Pflicht zur Meistbegünstigung lässt sich daraus aber gerade nicht herleiten. Vielmehr wird auch in dieser Entscheidung betont, dass der Wert der Unternehmensbeteiligung sowohl unmittelbar, etwa durch Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile, als auch mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode, etwa der Ertragswertmethode, ermittelten Unternehmenswert bestimmt werden könne. Die eine oder andere Methode scheidet nur aus, wenn sie im konkreten Fall nicht geeignet sei, den „wahren“ Wert abzubilden (BGH a.a.O. Rn. 20).

79

Dem sind mittlerweile zahlreiche Instanz- und Obergerichte gefolgt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 20.08.2018 - 20 W 1/13, AG 2019, 255; OLG Frankfurt, Beschluss vom 15.01.2016 - 21 W 22/13, AG 2016, 667 u. Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, NZG 2021, 979; LG Stuttgart, Beschluss vom 08.05.2019 - 31 O 25/13 KfH, NZG 2019, 1300). Auch in der juristischen Fachliteratur wird ein marktorientierter Ansatz mittlerweile als anerkannt, teilweise sogar als grundsätzlich vorzugswürdig angesehen (vgl. Hüffer/Koch/Koch, a.a.O., § 305 Rn. 39; MüKoAktG/van Rossum, a.a.O., § 305 Rn. 95; Hölters/Deilmann, a.a.O., § 305 Rn. 37; BeckOGK/Veil/Preisser, a.a.O. § 305 Rn. 58; Emmerich/Habersack/Emmerich, AktG, § 305 Rn. 41b; MüHdBGesR/Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 158 ff.; Fleischer/Hüttemann/Adolff/Häller, a.a.O., Rn. 18.73 ff.; Katzenstein, AG 2018, 739; Schmidt, NZG 2020, 1361; Wasmann, AG 2021, 179, 188 ff.).

80

(2) Auch der entsprechende wirtschaftswissenschaftliche Rahmen steht einem marktorientierten Ansatz für die Bestimmung des „wirklichen“, „wahren“ Wertes der Beteiligung nicht entgegen. Soweit sich der Fachausschuss für Unternehmensbewertung des IDW (FAUB) jüngst dahingehend geäußert hat, dass die alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses in der wirtschaftswissenschaftlichen Theorie und Praxis nicht anerkannt sei (AG 2021, 588, 590), ist hieraus nichts Gegenteiliges zu schlussfolgern.

81

So ist zunächst darauf hinzuweisen, dass es sich beim FAUB zwar um ein anerkanntes Expertengremium handelt und es grundsätzlich nicht zu beanstanden ist, in Bezug auf etwaige ungeklärte Bewertungsfragen (namentlich insbesondere die Höhe der Marktrisikoprämie) den Empfehlungen dieses Gremiums zu folgen (vgl. zur Marktrisikoprämie Senat, Beschluss vom 09.04.2021 - 31 Wx 2/19, AG 2021, 715, wobei auch dort keine „blinde Übernahme“ der Empfehlung, sondern eine kritische Auseinandersetzung mit deren Hintergründen stattfindet). Es bleibt jedoch zu berücksichtigen, dass es sich bei den Empfehlungen des FAUB oder auch dem jeweiligen IDW Standard nicht um rechtsverbindliche Regelungen, Gesetze oder sonstige Vorschriften handelt und das Gericht hieran nicht gebunden ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZR 23/14, Rn. 45; BeckOGK/Veil/Preisser, a.a.O., § 305 Rn. 75).

82

Der FAUB hat in seinem Beitrag zunächst völlig zutreffend darauf hingewiesen, dass die Betriebswirtschaftslehre gefordert sei, unter Beachtung der rechtlichen Rahmenbedingungen normzweckadäquate Ansätze zur Verfügung zu stellen. Vor diesem Hintergrund und der soeben dargestellten Rechtsprechung des BVerfG und des BGH, nach der ein marktorientierter Ansatz durchaus eine sachgerechte Schätzgrundlage darstellen kann, verwundert das Fazit des Beitrags, zumal die vorhandene gegenteilige Fachliteratur (vgl. u.a. Ruiz de Vargas, NZG 2021, 1001 ff., 1056 ff.; Müller in FS Röhrich, 2005, S. 1015 ff.; Schwetzler, AG 2020, R 297 ff.; in diese Richtung wohl auch Peemöller/Hannes/König, a.a.O. S. 1525) nahezu vollständig ausgeblendet wird. Dass die Anknüpfung an den Börsenwert für die Bestimmung des „wirklichen“, „wahren“ Anteilswertes von anderen Vertretern der Wirtschaftswissenschaft abgelehnt wird (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O. Rn. 1294; Ruthardt/Popp, AG 2020, 240 ff.; Olbrich/Rapp, AG 2021, R53 ff.) soll nicht in Abrede gestellt werden, stellt nach dem oben

Gesagten aber kein grundsätzliches Ausschlusskriterium dar. Insofern geht auch der Senat in Übereinstimmung mit dem FAUB davon aus, dass es nicht Aufgabe der Rechtsprechung sein kann, Lösungen für bewertungsmethodische Ansätze selbstständig zu entwickeln, für die in der Betriebswirtschaftslehre noch kein Konsens gefunden wurde. Es ist nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, in der Wirtschaftsliteratur und -praxis umstrittene Problemfelder abschließend zu klären (vgl. Senat, Beschluss vom 09.04.2021 - 31 Wx 2/19, AG 2021, 715, Rn. 45 m.w.N.). Dies gilt aber ebenso für das Ertragswertverfahren und seine einzelnen Parameter. Auch hier sind insbesondere im Rahmen des Tax-CAPM diverse Bereiche zum Teil höchst umstritten - wie nicht zuletzt das vorliegende Verfahren eindrucksvoll unter Beweis stellt - dennoch stellt niemand in Frage, dass es sich hierbei nicht um eine grundsätzlich anerkannte Methode der Unternehmensbewertung handeln würde.

83

Weiter trifft es unter Umständen zu, dass es „logisch nicht möglich ist, von einem realisierten Preis eindeutig auf dahinterstehende Wertzumessungen der Marktteilnehmer zu schließen“ (so auch Ruthardt/Popp, a.a.O. Rn. 36), aber auch dies steht dem hier gewählten Ansatz nicht entgegen. Keine Bewertungsmethode kann eine eindeutige, punktgenaue Wertzumessung leisten. Es handelt sich stets - auch und unter Umständen gerade beim Ertragswertverfahren - um eine mit Unsicherheiten und Ungenauigkeiten behaftete Schätzung, die bestenfalls eine Annäherung an den „wirklichen“, „wahren“ Wert ermöglichen kann (vgl. BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, NZG 2016, 461 Rn. 21 u. Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, NZG 2016, 139 Rn. 42; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02, AG 2009, 47).

84

Umso wichtiger sind ergänzende plausibilisierende Überlegungen, die das - durch welche Methode auch immer - gefundene Ergebnis stützen. Hierzu kann im Rahmen eines marktorientierten Ansatzes auch eine Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren herangezogen werden, bei der zwar kein Punktwert bestimmt, aber jedenfalls geprüft wird, ob sich der Börsenwert innerhalb einer vertretbaren Bandbreite bewegt. Schließlich formuliert der FAUB in seinem Beitrag selbst, dass der Börsenkurs als ein Wert charakterisiert werden kann, der einem labilen Regelkreis folgend um seinen fundamentalen Wert schwanke und der Ertragswert demnach als Referenzpunkt erforderlich sei, um die Aussagekraft eines Börsenkurses einschätzen zu können. Derartige (und weitere Plausibilisierungs-)Überlegungen hat der Senat vorliegend angestellt. Sie kommen allesamt zu dem Ergebnis, dass der Börsenkurs hinreichend aussagekräftig ist (siehe dazu unten). Insofern liegt streng genommen auch keine „alleinige Maßgeblichkeit des Börsenkurses“ vor. Dies gilt in der vorliegenden Konstellation umso mehr, als durch Bewerterin, Prüferin, Privatgutachter und Sonderprüfer detaillierte Ertragswertberechnungen durchgeführt wurden, die allesamt zu Plausibilisierungszwecken (bzw. mit den Worten des FAUB als Referenzpunkt) in die Entscheidung des Senats eingeflossen sind.

85

(3) Die Kritiker des Ansatzes einer marktorientierten Betrachtungsweise machen aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht im Wesentlichen die fehlende strenge Informationseffizienz des Marktes geltend. Nur wenn alle prinzipiell zugänglichen Informationen, also alle öffentlichen und nicht-öffentlich verfügbaren Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet seien, könne eine zutreffende Marktbewertung stattfinden und der Börsenwert stimme mit dem Unternehmenswert überein (vgl. Ruthardt/Popp, a.a.O., Rn. 26). Diese Voraussetzungen sind in der Realität nicht gegeben. Die Konsequenz wäre, dass entgegen der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs ein Anknüpfen an den Börsenwert zur Bestimmung des Fundamentalwertes des Anteils nicht möglich wäre, obwohl die vom Bundesgerichtshof gewählte Formulierung „auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten“ (vgl. BGH, Beschluss vom 12.06.2016 - II ZB 25/14, NZG 2016, 461 Rn. 23) bereits anklingen lässt, dass eine halb strenge Informationseffizienz ausreichend ist.

86

Dabei wird in inhaltlicher Sicht übersehen, dass ein Bewerter/sachverständiger Prüfer/gerichtlicher Sachverständiger im Rahmen einer Ertragswertberechnung zwar auf etwaige Geschäftsinterna und damit Insiderwissen zurückgreifen kann, dies aber nicht notwendigerweise eine bessere Annäherung an den „wirklichen“, „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung gewährleistet als eine Marktschätzung. Bei einem hinreichend liquiden Aktienhandel, bei dem weder Verfälschungen durch Übernahmespekulationen noch gezielte Manipulationen durch die Gesellschaft selbst oder einen Mehrheitsaktionär oder sonstige Nicht- oder Fehlinformationen vorliegen, sondern sämtliche Informationsmöglichkeiten entsprechend verarbeitet

werden konnten, kann durchaus von einer zutreffenden Bewertung durch den Markt ausgegangen werden. Von Bedeutung sind im Zusammenhang mit diesen Informationsmöglichkeiten insbesondere die Analystenschätzungen, die regelmäßig mit konkreten Empfehlungen zum „Kauf“, „Halten“ oder „Verkaufen“ schließen und die wiederum auf konkreten Wertüberlegungen (beispielsweise im Rahmen einer Ertragswertberechnung) basieren. Natürlich können bei diesen Bewertungsüberlegungen wiederum keine Geschäftsinterna verarbeitet werden, dennoch liegt durch die veröffentlichten Jahresabschlüsse, die kapitalmarktrechtlichen Ad-hoc-Publizitätspflichten etc. eine ausreichend tiefe Informationsbasis vor.

87

Gerade vor dem Hintergrund der Möglichkeit von Schätzfehlern, Fehlbewertungen o.ä. kann die Annahme einer Vielzahl von voneinander unabhängigen Einzelschätzungen daher durchaus einer Einzelschätzung durch einen Gutachter überlegen sein (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, NZG 2021, 979 Rn. 33), zumal der Gefahr etwaiger (breiter angelegter) temporärer Fehlbewertungen durch den Markt bereits durch die Durchschnittsbildung über einen Zeitraum von drei Monaten ausreichend Rechnung getragen wird (vgl. Schmidt, NZG 2020, 1361, 1364; insofern a.A. Müller, in FS Röhrich, a.a.O., S. 1030 f.). Soweit die Ansicht vertreten wird, innerhalb dieses vergleichsweise kurzen Zeitraums sei keine Rückkehr zum Fundamentalwert des Anteils zu erwarten (so Ruthardt/Popp, a.a.O. Rn. 36), ist ergänzend darauf hinzuweisen, dass der Senat vorliegend weitere Alternativzeiträume und damit einen Zeitraum von insgesamt 10 Monaten analysiert hat, ohne dass sich hierdurch höhere Werte ergeben hätten.

88

Bereits vor dem Hintergrund einer Vielzahl von voneinander unabhängigen Einzelschätzungen kann die mögliche Irrationalität etwaiger Anleger kein Argument gegen einen marktorientierten Ansatz darstellen. Im Übrigen ist zu berücksichtigen, dass etwaige irrationale Wertvorstellungen als bloßer Hoffnungswert ohnehin nicht zu entschädigen sind (vgl. Ruiz de Vargas, a.a.O. S. 1009). Auch eine Ertragswertermittlung im Sinne des IDW S1 hat eine objektivierte Unternehmenswertermittlung zum Ziel, bei der etwaige subjektive Wert- bzw. Preisvorstellungen außen vor zu bleiben haben (vgl. IDW S1 i.d.F. 2008 Rn. 12, 13). Auch in diesem Rahmen sind im Übrigen zahlreiche Verallgemeinerungen, Typisierungen etc. notwendig (vgl. IDW S1 i.d.F. 2008 Rn. 91), die sich in gewisser Weise von theoretischen Idealbedingungen entfernen, ohne dass dies der grundsätzlichen Anerkennung der Methode entgegenstehen würde.

89

Wenn aber - wie bei anderen Bewertungsmethoden auch - grundsätzlich von einem rationalen Anlageverhalten auszugehen ist, verfängt auch der Hinweis auf einen vermeintlichen Unterschied zwischen Dauer- und Kurzanlagewert nicht (so aber Ruthardt/Popp, a.a.O. Rn. 48 ff.). Es überzeugt nicht davon auszugehen, der Kurzanlagewert entspreche dem Deinvestitionswert und der Daueranlagewert werde durch den Ertragswert dargestellt. Der rationale Investor trifft seine Entscheidung „Kauf“, „Halten“ oder „Verkaufen“ i.d.R. nicht danach, ob er einen Dauer- oder Kurzanlagewert erzielen will, sondern danach, ob sich ausgehend von der getroffenen Marktbewertung eine Deinvestition oder eine weitere Anlage lohnen würde (vgl. Ruiz de Vargas, a.a.O. S. 1009 f.).

90

Zuletzt kann auch die Argumentation, dass bei einem dominierten Bewertungsanlass der „Markt“ durch eine dominierende Partei, sprich den Mehrheitsaktionär, bestimmt werde, nicht überzeugen. Eine marktorientierte Betrachtung kommt ohnehin nur in den Fällen in Betracht, in denen trotz des vorliegenden Bewertungsanlasses zum einen ein hinreichend liquider Aktienhandel vorliegt, was bei faktisch konzernierten Unternehmen und damit Kandidaten für einen Squeeze-Out oder einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag regelmäßig zu verneinen sein dürfte (vgl. MüKoAktG/van Rossum, a.a.O. § 305 Rn. 97; insofern sind auch die vorhandenen empirischen Vergleiche zwischen Ertragswert und Börsenwert in Spruchverfahren (z.B. bei vzk.de) nicht ohne Weiteres aussagekräftig). Zum anderen darf der Börsenkurs durch den Mehrheitsaktionär nicht manipuliert oder sonst verfälscht worden sein, wobei an dieser Stelle - trotz aktueller Negativbeispiele - auf die grundsätzlich vorhandenen Mechanismen der Börsenregulierung und Börsenaufsicht hinzuweisen ist (vgl. Müller, in FS Röhrich, a.a.O., S. 1028). Wenn aber im Einzelfall trotz des vorliegenden Bewertungsanlasses von einem liquiden, unverfälschten Aktienhandel auszugehen ist, verfängt auch der Hinweis auf einen potentiellen Mehrheitsaktionär, der seinen Einfluss auf Umsetzung und Zeitpunkt wesentlicher geschäftspolitischer Maßnahmen geltend machen könne (vgl. FAUB, AG 2021, 588, 590) nicht. Insofern besteht kein nennenswerter Unterschied zu

den Planannahmen, die ebenso durch den Einfluss eines Mehrheitsaktionärs geprägt sein können, was sie aber nicht zwangsläufig unplausibel macht.

91

(4) Auch etwaige gesetzssystematische Erwägungen unter Berücksichtigung weiterer Normen und ihrer Gesetzesmaterialien sprechen nicht gegen eine marktorientierte Betrachtungsweise. Namentlich § 39 BörsG steht dem nicht entgegen. Soweit es in der Gesetzesbegründung heißt, eine Berechnung der zu leistenden Abfindung anhand einer Unternehmensbewertung sei in den Fällen des Delistings (anders als in den Fällen der Umwandlung oder des Squeeze-Outs) im Grundsatz weder geboten noch systemgerecht, vielmehr sei hier eine prinzipielle Berechnung der Abfindung auf Grundlage des Börsenkurses sachgerecht (BT-Drs. 18/6220 S. 84), verdeutlicht dies lediglich das im Falle eines Delistings (das verfassungsrechtlich völlig anders zu werten ist als beispielsweise ein Squeeze-Out, vgl. BVerfG, Urt. v. 11.07.2012 - 1 BvR 3142/07, NZG 2012, 826) geltende Regel-Ausnahme-Verhältnis zu Gunsten der marktorientierten Betrachtung, welches im Anwendungsbereich des SpruchG auch nach hier vertretener Auffassung gerade nicht gilt. Insofern ist auch keine verfassungswidrige Gleichbehandlung von substantiell ungleichen Sachverhalten erkennbar. § 39 BörsG ist - ebenso wie §§ 31 Abs. 1, 39a, 39b WpüG (vgl. dazu BVerfG, Beschluss vom 16.05.2012 - 1 BvR 96/09, NZG 2012, 907 Rn. 20) - nach dem oben Gesagten vielmehr eher als Aufwertung der Marktbewertung durch den Gesetzgeber zu sehen (so auch MüKoAktG/van Rossum, a.a.O., § 305 Rn. 96). Die diesen Normen zugrunde liegende gesetzgeberische Wertung fügt sich damit durchaus in die hier vertretene Ansicht zur Tauglichkeit einer rein marktorientierten Betrachtungsweise ein.

92

(5) Damit bleibt zusammenfassend festzuhalten, dass es sich bei der Anknüpfung an den Börsenkurs unter den beschriebenen Voraussetzungen durchaus um eine grundsätzlich anerkannte und in der Praxis gebräuchliche Methode handelt, die zur Schätzung des „wirklichen“, „wahren“ Wertes der Beteiligung geeignet ist.

93

cc) Auch im konkreten Fall sind keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass der Börsenkurs nicht Ausdruck einer effektiven Informationsbewertung durch den Markt ist und dementsprechend nicht die Ertragskraft des Unternehmens widerspiegelt.

94

(1) Dies gilt zunächst unabhängig von der Frage, ob auf den ursprünglichen Referenzzeitraum bis zum 12.09.2013 oder auf einen der vom Senat genannten Alternativzeiträume (ggf. in Verbindung mit einer Hochrechnung des Börsenkurses) abgestellt wird. So oder so besteht eine gewisse Entfernung vom Stichtag, was aber hinzunehmen ist. Sinn und Zweck der Vorverlagerung ist es sicherzustellen, dass der Börsenkurs frei von Spekulationsüberlegungen über die inmitten stehende Strukturmaßnahme gebildet wurde. Dies ist auch und gerade für eine marktorientierte Betrachtungsweise unabdingbare Voraussetzung.

95

Vor diesem Hintergrund ist den Beschwerdeführern zwar darin zuzustimmen, dass anders als im Verfahren des OLG Frankfurt (Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, NZG 2021, 979 Rn. 40) unter Umständen nicht mehr von einer hohen Aktualität der Kurse ausgegangen werden kann, dies steht einer marktorientierten Betrachtung aber nicht per se entgegen, da keinerlei Hinweise dafür bestehen, dass der Börsenkurs zum jeweiligen Referenzzeitraum nicht mehr als Ausdruck der Ertragskraft des Unternehmens gewertet werden könnte. Soweit in diesem Zusammenhang beschwerdeseits geltend gemacht wird, insbesondere bei einem sehr weit vorverlagerten Referenzzeitraum habe die Gesellschaft durch den Übernahmeprozess in der Zwischenzeit derart wesentliche Strukturbrüche durchlaufen, dass der Börsenwert nicht mehr den Ertragswert zum Stichtag widerspiegele, kann auch dies nicht überzeugen. Es ist nicht ersichtlich, dass etwaige konkrete Maßnahmen, die als unechte Synergieeffekte zu qualifizieren wären, durch eine mögliche Vorverlagerung des Referenzzeitraums unberücksichtigt geblieben wären. Etwaige interne Strukturbrüche bei der K. AG, die die Aussagekraft des Börsenkurses im Referenzzeitraum betreffend die Ertragskraft des Unternehmens in Frage stellen könnten, sind jedenfalls nicht vorhanden.

96

Gegenteiliges ergibt sich entgegen beschwerdeseitiger Ausführungen insbesondere auch nicht aus dem Beschluss des OLG Düsseldorf v. 18.08.2016 - 26 W 12/15, AG 2017, 827, BeckRS 2016, 111005. Dort hat

sich das Oberlandesgericht Düsseldorf in einer völlig anderen Konstellation aus völlig anderen Gründen gegen einen marktorientierten Ansatz entschieden. Es hat aber auch darauf hingewiesen, dass bei einer Berücksichtigung der Börsenwerte entsprechend der BGH-Rechtsprechung zum maßgeblichen Referenzzeitraum eine weitere Vorverlagerung und dementsprechend eine Hochrechnung erforderlich wäre. Hierzu bedürfte es jedoch einer gutachterlichen Stellungnahme, die in der dortigen Verfahrenssituation aber u.a. aus prozessökonomischen Gründen nicht eingeholt werden sollte (vgl. OLG Düsseldorf, a.a.O. Rn. 59, 60).

97

(2) Dass in sämtlichen in Betracht kommenden Zeiträumen nicht nur von einem hinreichend liquiden, sondern von einem hoch liquiden Aktienhandel auszugehen ist, wurde bereits dargelegt und wird beschwerdeseits auch nicht in Frage gestellt. Ergänzend sei an dieser Stelle nochmals auf einige ausgewählte Liquiditätskennzahlen der K. AG hingewiesen. Es wurden täglich rund 160.000 - 500.000 Aktien bei einem Streubesitz von 90 - 85% gehandelt. Es gab keinen den Kurs bestimmenden Mehrheitsaktionär, sondern eine breite Aktionärsbasis und dementsprechend eine Vielzahl von voneinander unabhängigen Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen, bei denen auf eine breit angelegte Basis von Bewertungsüberlegungen durch Analysten, Rating-Agenturen, institutionelle Anleger etc. zurückgegriffen werden konnte (zur Richtigkeit dieser Bewertungsüberlegungen siehe unten). Allein die sachverständige Prüferin hat in diesem Zusammenhang knapp 40 verschiedene Informationsquellen aufgezählt (vgl. 3. ergänzende Stellungnahme v. 13.01.2017, S. 9 ff., Bl. 1115 ff. d.A.). Zahlreiche weitere veröffentlichte Bewertungsüberlegungen und Presseinschätzungen sind im Sonderprüfungsbericht benannt (vgl. Prüfbericht Tz. 484 ff.).

98

Dass ein so reger Handel stattgefunden hat, ist sicherlich eine Konsequenz der seit Beginn des Jahres 2013 aufgekommenen Gerüchte in Bezug auf die Zukunft der Gesellschaft, die wiederum als Auslöser für die zahlreichen externen Bewertungsüberlegungen anzusehen sind. Der Handel hat daraufhin erheblich angezogen, wobei sich die erhöhte Nachfrage durchaus in einem den allgemeinen Marktgesetzen folgenden tendenziell ansteigenden Börsenkurs niedergeschlagen hat. Soweit etwaige Kursentwicklungen hingegen auf Spekulationen, die im Zusammenhang mit der vorliegenden Strukturmaßnahme stehen, zurückzuführen sind, wurde durch die Alternativberechnungen zu den Referenzzeiträumen sichergestellt, dass diese unberücksichtigt bleiben. Vor diesem Hintergrund ist die Kursentwicklung nicht als irrationale, zufällige oder verzerrende Preisbildung, sondern als Ausdruck einer effizienten Informationsverarbeitung zu werten.

99

(3) Dabei ist auch nicht ersichtlich, dass manipulierte, verfälschte oder unvollständige Informationen verarbeitet wurden, die eine zutreffende Marktbewertung vereitelt hätten. Gegenteiliges lässt sich entgegen beschwerdeseits vertretener Auffassung auch nicht aus dem Sonderprüfungsbericht herleiten.

100

Zunächst ist in diesem Zusammenhang darauf hinzuweisen, dass ein Sonderprüfungsbericht für einen möglichen Folgeprozess (sei es in Form einer Schadensersatzklage oder wie vorliegend in Form eines Spruchverfahrens) per se keinerlei präjudizielle Wirkung hat (vgl. BeckOGK/Mock, AktG, § 145 Rn. 80). Es handelt sich bei dem Bericht des Sonderprüfers vielmehr um ein reines Privatgutachten, das dementsprechend als (qualifizierter) Parteivortrag nach allgemeinen Regeln zu würdigen ist (vgl. MüHdBGesR/Lieder, a.a.O. § 26 Rn. 172 f.). Ob der Sonderprüfer als Zeuge über die von ihm aufgedeckten Umstände zu vernehmen ist - wie dies beschwerdeseits vorliegend mehrfach beantragt wurde - hängt dabei von den Umständen des Einzelfalls ab.

101

Etwaige Umstände, die eine derartige Beweiserhebung erforderlich machen würden, sind vorliegend jedoch nicht ersichtlich. Dabei kann dahinstehen, ob der Sonderprüfungsbericht, wie antragsgegenseits gerügt, ordnungsgemäß in das hiesige Verfahren eingeführt wurde und hinreichend substantiierter Beteiligtenvortrag vorliegt. Auch unter Berücksichtigung der Ausführungen des Sonderprüfers ist nicht ersichtlich, worin eine für das vorliegende Verfahren entscheidungserhebliche Fehl- oder Desinformation, Kursmanipulation o.ä. bestehen sollte.

102

Soweit der Sonderprüfungsbericht schwerpunktmäßig auf die gemeinsame Stellungnahme des Vorstands und Aufsichtsrats der K. AG zur Angemessenheit der angebotenen Gegenleistung, die am 30.07.2013 veröffentlicht wurde, abstellt, ist zunächst darauf hinzuweisen, dass sämtliche vom Senat alternativ zugrunde gelegten Zeiträume vor diesem Tag enden, so dass bereits vor diesem Hintergrund kein Kausalzusammenhang zwischen - vermeintlicher - Falschinformation und Börsenkursentwicklung besteht. Gleiches gilt für die im Sonderprüfungsbericht ausdrücklich genannten Analystenbewertungen und Pressemitteilungen (Rn. 493 ff.). Auch diese stammen aus einem Zeitraum, den der Senat bei seinen Alternativberechnungen außen vor gelassen hat. Insofern kann bereits aus diesem Grund kein Zusammenhang zwischen vermeintlicher Falsch- oder Fehlinformationen des Marktes und Aktienkursentwicklung erkannt werden.

103

Soweit man den Ausführungen der Beschwerdeführer folgend eine Vorverlagerung des Referenzzeitraums ablehnen würde, wäre aufgrund der dortigen Argumentationskette auch eine mangelnde Informationseffizienz des Marktes, die auf ebendiese Stellungnahme vom 30.07.2013 zurückzuführen wäre, zu verneinen. Wenn einerseits eine Vorverlagerung des maßgeblichen Referenzzeitraums nicht geboten sei, da der Börsenkurs seit Bekanntgabe des Übernahmepreises im Juni 2013 durch ebendiesen veröffentlichten Preis fixiert gewesen sei und darüber hinausgehende Abfindungsspekulationen erst am 12.09.2013 eingesetzt hätten, weil der Markt den Abschluss des BGAV erst zu diesem Zeitpunkt als hinreichend wahrscheinlich angesehen habe, wäre es andererseits nicht nachvollziehbar, einer Stellungnahme, der der Markt angeblich jedenfalls im maßgeblichen Referenzzeitraum keine Bedeutung zugemessen haben soll, etwaiges Kursbeeinflussungspotential zuzusprechen.

104

Ungeachtet dieses fehlenden Kausalitätszusammenhangs vermag auch der dahinterstehende Grundgedanke nicht zu überzeugen. Nach Auffassung des Sonderprüfers hätten die Analysten keine belastbare Vorstellung vom Unternehmenswert geliefert, da diesen die überarbeitete Mittelfristplanung der Gesellschaft vom März 2013 nicht bekannt gewesen sei. Hierin seien erhebliche Wachstumspotentiale enthalten gewesen, die dem Markt (bewusst) nicht kommuniziert worden seien. Insofern liege eine für die Aktionäre nachteilige Fehlbewertung durch den Markt vor (vgl. Sonderprüfungsbericht Rn. 1356). Die sachverständige Prüferin hat jedoch unter anderem in ihrer 3. ergänzenden Stellungnahme vom 13.01.2017 (Bl. 1107/1122 d.A.) und in ihrer 5. ergänzenden Stellungnahme vom 26.04.2018 (Bl. 1297/1383 d.A.) zahlreiche Bewertungsüberlegungen von Analysten beginnend ab März 2013 dargestellt und zusammenfassend festgestellt, dass die Analysten aufgrund der ihnen vorliegenden Informationen und ihrer Branchenexpertise von einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 5,7% für den Zeitraum 2013/2014 - 2018/2019 ausgegangen seien. Dies entspricht nahezu der Wachstumsrate, die auch der unternehmenseigenen Planung der K. AG zum Stichtag zugrunde gelegt wurde.

105

Der Sonderprüfungsbericht übersieht, dass die zum Stichtag vorhandene November-Planung deutlich hinter der sehr ambitionierten März-Planung zurückbleibt und daher nicht ohne weiteres als Maßstab für vermeintlich dem Markt nicht kommunizierte Wachstumspotentiale herangezogen werden kann. Ob dem Markt eine zutreffende Bewertung der Ertragskraft des Unternehmens gelungen ist, ist daran zu beurteilen, ob die dem Markt kommunizierten Informationen tatsächlich die Ertragskraft des Unternehmens widerspiegeln. Dabei geht es - ungeachtet des für den Börsenkurs zugrunde gelegten Referenzzeitraums - um die Ertragskraft des Unternehmens zum Bewertungsstichtag. Insofern ist nicht auf etwaige, u.U. bereits überholte Planungen im Referenzzeitraum, sondern auf die Planung zum Bewertungsstichtag abzustellen. Dies ist die November-Planung, deren durchschnittliche Wachstumsraten durchaus den dem Markt kommunizierten Erwartungswerten entsprechen.

106

Hiermit setzt sich der Sonderprüfungsbericht aber an keiner Stelle auseinander. Es wird - ohne auf die Plananpassungen und deren Hintergründe einzugehen - allein auf eine zum Stichtag bereits überholte Planung abgestellt und diese mit den dem Markt kommunizierten Informationen verglichen. Auch die eigenen Ertragswert- oder DCF-Analysen des Sonderprüfers gehen von einem fiktiven Stichtag im Juni 2013 aus (vgl. z.B. Sonderprüfungsbericht Rn. 1502). Dies ist für die Frage, ob dem Markt eine zutreffende Bewertung der Ertragskraft des Unternehmens zu dem im vorliegenden Verfahren maßgeblichen Stichtag des 13.02.2014 gelungen ist, aber nicht sachgerecht, wie grundsätzlich auch der Sonderprüfer selbst

einräumt, indem er selbst fordert, es müsse auf den „letzten Stand der Unternehmensplanung“ abgestellt werden (vgl. Sonderprüfungsbericht Rn. 2325).

107

Der „letzte Stand der Unternehmensplanung“ war aber nicht die Märzsondern die November-Planung und diese steht durchaus im Einklang mit den nach außen kommunizierten Wachstumspotentialen. Insofern kann auch nicht davon ausgegangen werden, dass es sich bei der November-Planung gar nicht um eine echte Planung bzw. Planaktualisierung, sondern um eine anlassbezogene Sonderplanung mit dem Ziel, den Unternehmenswert im Hinblick auf die zu gewährenden Kompensationsleistungen möglichst niedrig zu halten, gehandelt habe. Das Landgericht hat sich in seinem Beschluss dezidiert mit der Planaktualisierung zwischen März und November 2013 auseinandergesetzt und dabei zutreffend darauf hingewiesen, dass sich weder der Planungsprozess an sich noch die Struktur der Planung geändert hat. Lediglich der Beginn der Planung wurde um einen Monat vorgezogen und die Dauer des Planungsprozesses verkürzt, so dass die aktualisierte Planung bereits im November 2013 und nicht erst im März 2014 verabschiedet werden konnte. Unter diesen Umständen erscheint es bereits begrifflich zweifelhaft von einer „Sonder-“ oder „Anlassplanung“, die ausschließlich zu Bewertungszwecken und außerhalb des formalen unternehmerischen Planungsprozesses erstellt wurde (vgl. zur Abgrenzung auch OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18.05.2016 - 12 aW 2/15, GWR 2016, 318 ff.) zu sprechen.

108

Dass die Gesellschaft für eine Bewertung mit dem Stichtag 13.02.2014 nicht auf eine Planung aus dem März des vergangenen Jahres, also eine fast ein Jahr alte Planung, aufsetzen wollte, sondern den - regulären - Planungsprozess leicht verkürzt und vorgezogen hat, ist nachvollziehbar und im Hinblick auf das Stichtagsprinzip und den erheblichen Zeitraum, der seit der letzten Planung vergangen ist, sachgerecht. Schließlich können nur durch Aktualisierungen jüngere Entwicklungen in die Bewertung einfließen und nur auf diese Weise kann der „wahre“, „wirkliche“ Wert des Unternehmens abgebildet werden.

109

Dies bedeutet nicht, dass das Gericht etwaige Aktualisierungen unreflektiert zu übernehmen hat. Es ist durchaus kritisch zu prüfen, woher diese Anpassungen rühren. Dabei spielt neben der Frage, warum sie in der bisherigen Planung nicht enthalten waren, insbesondere auch der Aspekt der Planungstreue, der Auskunft über mögliche systematische Verzerrungen nach unten oder oben geben kann (vgl. dazu Fleischer/Hüttemann/Franken/Schulte, a.a.O. § 5 Rn. 5.64 ff.), eine zentrale Rolle. Kam es beispielsweise in der Vergangenheit zu keinerlei größeren Plan-Ist-Abweichungen und basiert die aktualisierte Planung nunmehr auf einem gegenüber den bisher erzielten Ist-Ergebnissen deutlich schlechteren Forecast, ohne dass für diese Korrektur sachliche Gründe (in der Gesellschaft selbst oder im Markt) ersichtlich sind, kann die Plausibilität der Planung durchaus zu verneinen sein (so bei OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.02.2020 - 26 W 7/18, AG 2020, 593).

110

Ob sich die Planung im Nachhinein, also nach dem Bewertungsstichtag, tatsächlich realisiert hat, ist hingegen gerade wegen des Stichtagsprinzips nicht entscheidend (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 27.07.2015 - 20 W 5/14, AG 2017, 493, Rn. 83), auch wenn es sich hierbei strukturell ebenfalls um eine Frage der Planungstreue handelt. Dies gilt sowohl für die Überprüfung der Plausibilität der Planung im Rahmen der Ertragswertberechnung als auch für die Frage, ob der Börsenkurs Ausdruck der zutreffenden Bewertung der Ertragskraft durch den Markt ist. Nichtsdestotrotz wird man insbesondere bei massiven Plan-Ist-Abweichungen ggf. Anlass zu einer (punktuell) vertieften Kontrolle haben und den Ursachen für die Abweichung auf den Grund gehen müssen. Auf der anderen Seite ist zu berücksichtigen, dass man eine Planung, die sich letztlich genau so verwirklicht hat, kaum als unrealistisch oder als eine Fehlbeurteilung durch den Markt einstufen können.

111

Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze kommt der Senat zu dem Ergebnis, dass keinerlei Anhaltspunkte dafür bestehen, dass dem Markt etwaige höhere Ertragserwartungen der Gesellschaft vorenthalten worden seien. Insofern ist zunächst darauf hinzuweisen, dass sich auch in den vorangegangenen Planungen der K. AG jedenfalls eine leichte Tendenz zu Überschätzungen gezeigt hat. Konkret für die März-Planung ist darüber hinaus zu berücksichtigen, dass diese für das Planjahr 2013/2014 vollständig auf (ambitionierten und dergestalt auch tatsächlich nicht realisierten) Budget-Werten beruhte, die im November jedenfalls zu

50% durch die tatsächlich erzielten (geringeren) Ist-Werte ersetzt werden konnten. Hinzu kamen zahlreiche weitere, zwischenzeitlich eingetretene Veränderungen der tatsächlichen und rechtlichen Umstände, die sich negativ auf die Entwicklung der Planzahlen ausgewirkt haben, wie die Prüferin bereits in ihrem Prüfbericht und sodann unter anderem nochmals in der mündlichen Verhandlung vom 10.12.2015 (Bl. 857 ff. d.A.) dezidiert erläutert hat. Exemplarisch sei an dieser Stelle der Wegfall der Einspeisevergütung aus Verträgen mit den öffentlich-rechtlichen Sendeanstalten genannt. Die Prüferin hat den Verlauf der sich an die Vertragsbeendigungen anschließenden Rechtsstreitigkeiten nochmals in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 22.03.2016 (S. 122 ff.) dargestellt. Zwischen März 2013 und dem Bewertungsstichtag hatte die Gesellschaft sämtliche diesbezüglich eingeleiteten Verfahren in erster und zweiter Instanz verloren und dementsprechend anders als noch in ihrer März-Planung in der November-Planung diese nunmehr nicht mehr realisierbaren Umsatzerlöse ersatzlos gestrichen. Dass es nach dem Bewertungsstichtag zu einer gegenteiligen Entscheidung des BGH und zu einer gütlichen Einigung zwischen der K. AG und den öffentlich-rechtlichen Sendern gekommen ist, ist insofern irrelevant. Ein widersprüchliches, ergebnisorientiertes Verhalten der Gesellschaft mit dem Ziel, etwaige Wachstumspotentiale dem Markt nicht zu kommunizieren kann angesichts dieser zeitlichen Entwicklung jedenfalls nicht erkannt werden.

112

Insgesamt ergeben sich vor diesem Hintergrund auch unter Berücksichtigung des Sonderprüfungsberichts keinerlei Anhaltspunkte für eine Fehlbewertung durch den Markt aufgrund etwaiger falscher bzw. lückenhafter Informationen oder gar gezielter Manipulationsversuche. Die vorhandenen Analystenberichte spiegeln die Ertragsaussichten der Gesellschaft zum Stichtag durchaus sachgerecht wider. Ob bei einer Ertragswertberechnung i.e.S. zu einem fiktiven Stichtag im März 2013 auch eine andere, ambitionierte Planung der Gesellschaft plausibel gewesen wäre, ist insofern irrelevant.

113

d) Dass der Börsenkurs vorliegend als Schätzgrundlage für den „wirklichen“, „wahren“ Wert der Beteiligung herangezogen werden kann, zeigt sich auch an mehreren Plausibilisierungsüberlegungen, die allesamt das gefundene Ergebnis stützen.

114

aa) Zunächst kann auch in diesem Kontext auf die Multiplikatorberechnungen, die bereits durch Bewerberin und Prüferin zur Plausibilisierung des Ertragswertes herangezogen wurden, zurückgegriffen werden. Diese kommen zu dem Ergebnis, dass bereits der ursprünglich errechnete Ertragswert in Höhe von € 75,76 je Aktie eher am oberen Rand bzw. oberhalb der ermittelten Bandbreiten lag (vgl. Prüfbericht S. 52 ff.). Sowohl die Berechnungen an sich als auch deren Aussagekraft werden zwar seitens der Privatgutachter in Frage gestellt (vgl. I.-Gutachten Rn. 220 ff.), konkrete Anhaltspunkte dafür, dass der nunmehr zugrunde gelegte Wert von € 84,53 nicht mehr plausibel ist, ergeben sich daraus jedoch nicht bzw. nur unter Annahme zahlreicher Modifikationen, über die im Einzelnen trefflich gestritten werden kann (so z.B. über die sachgerechte Zusammensetzung der Peer Group). Letztlich gelangt daher auch nur zu dem Schluss, dass die Multiplikatorbewertungen im vorliegenden Fall nicht hinreichend belastbar seien (vgl. I.-Gutachten Rn. 272).

115

bb) Alternativ kann der Wert aber über die zahlreichen Analystenschätzungen plausibilisiert werden. Insofern wird zur Vermeidung von Wiederholungen auf die obigen Ausführungen verwiesen. Die Analystenreports - die grundsätzlich die Ertragserwartungen der K. AG zum Stichtag zutreffend widerspiegeln - bewegen sich in einer Bandbreite zwischen € 62 und € 90. Der Wert von € 84,53 liegt wiederum eher im oberen Bereich dieser Bandbreite.

116

cc) Ein ähnliches Bild ergibt sich bei Berücksichtigung des Vorerwerbspreises von € 84,50 aus dem Übernahmeangebot vom 30.07.2013, dem die gemeinsame Stellungnahme von Vorstand und Aufsichtsrat der K. AG und Fairness Opinions von M. S... und P. W... zugrunde liegt (vgl. Anlage 2 zum Sonderprüfungsbericht). All diese Unterlagen können jedenfalls ergänzend zu Plausibilisierungsgründen herangezogen werden (vgl. MüKoAktG/van Rossum, a.a.O. § 305 Rn. 91; weitergehend OLG Frankfurt, Beschluss vom 13.09.2021 - 21 W 38/15, BeckRS 2021, 31295, wonach Vorerwerbspreise unter Umständen auch als Schätzgrundlage für den Unternehmenswert dienen können).

117

Dem stehen auch an dieser Stelle nicht die Ausführungen des Sonderprüfers entgegen, wonach die gemeinsame Stellungnahme eine gezielte Desinformation der Aktionäre darstelle, da erhebliche bewertungsrelevante Umstände verschleiert worden seien (vgl. Sonderprüfungsbericht Rn. 2328). Auch in diesem Kontext ist die Schlussfolgerung des Sonderprüfers aus den bereits dargelegten Gründen nicht haltbar. Wie bereits bei den Analystenreports an sich gilt auch in Bezug auf die gemeinsame Stellungnahme, die ihrerseits wiederum an ebendiese bzw. vergleichbare Bewertungsüberlegungen anknüpft (vgl. Gemeinsame Stellungnahme S. 42), dass hierin keine gezielte Falschinformation des Marktes in Bezug auf etwaige dem Markt nicht kommunizierte Wachstumspotentiale der Gesellschaft erkannt werden können. Ob die weiteren gegen die Stellungnahme erhobenen Vorwürfe durchgreifen, z.B. ob die Formulierung, die DCF-Analyse komme zu differenzierten Ergebnissen (vgl. Gemeinsame Stellungnahme S. 44) irreführend oder gar falsch sei (so der Sonderprüfungsbericht Rn. 2328), bedarf in diesem Kontext keiner abschließenden Entscheidung, zumal dieser Vorwurf wiederum auf der - nicht haltbaren - Grundannahme basiert, dass dem Markt Wachstumspotentiale bewusst vorenthalten worden seien.

118

Wenn man hingegen wie die sachverständige Prüferin annimmt, der Vorerwerbspreis spiegele nicht nur den Unternehmenswert, sondern anteilig auch etwaige echte Synergieeffekte wider, die sich aus der Übernahme und dem sich daran anschließenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ergeben könnten, folgt auch hieraus, dass sich der Wert von € 84,53 je Aktie tendenziell eher am oberen Rand der plausiblen Bandbreiten bewegt (vgl. Prüfbericht S. 55). Gleiches gilt im Übrigen auch für die Annahme, dass Vorerwerbspreise regelmäßig einen sog. „Paketzuschlag“ beinhalten, den der Großaktionär bereit ist zu zahlen, um mit dem Aktienerwerb ein bestimmtes Stimmenquorum für etwaige gesellschaftsrechtliche Maßnahmen zu erhalten (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, NJW 1999, 3769; OLG Hamburg, Beschluss vom 08.10.2018 - 13 W 20/16, BeckRS 2018, 32733, Rn. 30)

119

dd) Ein ähnliches Bild ergibt sich unter Berücksichtigung des nachträglichen öffentlichen Erwerbsangebots vom 22.10.2020 in Höhe von € 103,00 je Aktie, das insbesondere von den Antragstellern zu 67) und 68) und über das hiesige Verfahren hinaus in Bezug auf 3/4 der noch im Streubesitz befindlichen Aktien angenommen wurde und ebenfalls eng mit der weiteren Börsenkursentwicklung verbunden ist. Soweit vereinzelt seitens der Antragsteller der Verdacht geäußert wurde, dass es in diesem Zusammenhang jedenfalls betreffend die Antragsteller zu 67) und 68) nicht öffentlich gemachte Nebenabreden gegeben habe, deren Vorlage dementsprechend auch beantragt wurde, handelt es sich um bloße Vermutungen ins Blaue hinein, für die keinerlei objektivierte Anhaltspunkte bestehen. Dem Antrag war daher nicht nachzukommen.

120

Auch der beschwerdeseits vermeintlich bestehende sachliche Zusammenhang zwischen dem Abschluss des Sonderprüfungsverfahrens und dem nachträglichen Erwerbsangebot kann nicht erkannt werden. Insbesondere ist nicht ersichtlich, dass es sich bei diesem Angebot aus dem Jahr 2020 um ein Zugeständnis seitens der K. AG in Bezug auf den tatsächlich angemessenen Abfindungswert zum Stichtag im Jahr 2014 handeln würde. Im Übrigen kann aus den bereits dargelegten Gründen vom Sonderprüfungsbericht auch nicht auf die vermeintliche Unangemessenheit dieses Erwerbsangebots geschlossen werden.

121

ee) Wie bereits oben dargelegt, ist die Frage der Ertragskraft des Unternehmens eng mit der Eignung des Börsenwertes als Schätzgrundlage für den „wirklichen“, „wahren“ Wert der Beteiligung verknüpft. In diesem Kontext wurde bereits ausgeführt, dass die zum Stichtag vorhandenen Wachstumspotentiale bzw. Ertragsenerwartungen dem Markt in angemessenem Umfang kommuniziert wurden und diesem damit eine zutreffende, informationseffiziente Bewertung möglich war. Im Rahmen der Plausibilisierung können darüber hinaus weitere Überlegungen zum Ertragswert angestellt werden. Ohne eine abschließende Entscheidung über die einzelnen Streitpunkte bei der Ableitung der finanziellen Überschüsse und die einzelnen Kapitalisierungsparameter zu treffen (sofern das im vorliegenden Verfahren überhaupt möglich wäre), kann der hier zugrunde gelegte Börsenwert mit dem Ertragswert jedenfalls plausibilisiert werden.

122

Dass zur Ableitung der finanziellen Überschüsse grundsätzlich an die Novemberplanung angeknüpft werden kann, wurde bereits dargelegt. Selbst wenn man nunmehr im Rahmen der Kapitalisierung die Marktrisikoprämie auf 5,0% absenken (vgl. zu ähnlichen Stichtagen Senat, Beschluss vom 16.10.2018 - 31 Wx 415/16, AG 2019, 357 ff. u. Beschluss vom 03.12.2020 - 31 Wx 330/16, BeckRS 2020, 34436) und entsprechend der obigen Ausführungen auf den unternehmenseigenen Betafaktor, wie er in der letzten ergänzenden Stellungnahme von der Prüferin dargestellt wurde (vgl. ergänzende Stellungnahme v. 02.08.2021, S. 9, Bl. 2867 d.A.) abstellen würde, ergäbe sich ausweislich der bereits in erster Instanz erfolgten Alternativberechnungen (vgl. Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 22./23.05.2019 S. 16, Bl. 1784; die dortigen Berechnungen erfolgten zwar in einem anderen Kontext, das Zahlenwerk kann dennoch übernommen werden) kein Wert, der gegen eine Angemessenheit der festgesetzten Abfindung in Höhe von € 84,53 sprechen würde.

123

Die Prüferin nennt hier mögliche Betafaktoren zwischen 0,51 und 0,75. Allenfalls beim geringsten Betafaktor von 0,51 und damit einer Regression gegen den CDAX nicht nur bis zum 13.02.2013 sondern bis zum 12.06.2013, ergäbe sich ein höherer Ertragswert. Abgesehen von der Tatsache, dass die vorliegende internationale Anlegerstruktur hier eher gegen einen nationalen Index sprechen würde (vgl. Peemöller/Meitner/Streitferdt, a.a.O., S. 605 ff.; Fleischer/Hüttemann/Franken/Schulte, a.a.O., § 6 Rn. 106 ff.), steht dies in einer Gesamtschau der Plausibilisierung des festgesetzten Wertes anhand des Ertragswertes nicht entgegen, da sich der Börsenwert in jedem Fall innerhalb der plausiblen Bandbreite bewegt.

124

Dabei wird nicht übersehen, dass die Vorgehensweise der Prüferin zur Berechnung des Betafaktors anhand der Mittelwerte über die einzelnen Wochentage von den Antragstellern insbesondere unter Bezugnahme auf dasl.-Gutachten erheblich kritisiert wird und dass diese dementsprechend noch niedrigere Betafaktoren fordern. Es ist jedoch zu berücksichtigen, dass in Literatur und Praxis zur Lösung der bereits beschriebenen sog. „Day-of-the-week-Problematik“ verschiedene Lösungsansätze diskutiert werden (insb. Durchschnittsbildung über längere Zeiträume, Abstellen auf einen Tag in der Wochenmitte, vollständige Abkehr von Wochenbetas und alternatives Abstellen auf den letzten Börsentag des Monats, der vom Wochentag unabhängig ist etc.), ohne dass sich eine bestimmte Ansicht bislang als den anderen gegenüber deutlich überlegen herausgestellt und durchgesetzt hätte, wie auch die sachverständige Prüferin in ihrer 8. ergänzenden Stellungnahme vom 17.04.2019 nochmals ausführlich dargestellt hat. Diese hat sich in der vorliegenden Konstellation letztlich für eine Durchschnittsbildung ausgesprochen, um auf diese Weise die Wochentagsschwankungen zu glätten. Dieser Ansicht kann man sich durchaus auch unter Berücksichtigung der iml.-Gutachten genannten Kritikpunkte (vgl. I.-Gutachten Rn. 167) anschließen. Insbesondere ist nicht ersichtlich, warum gerade die Mittelwertbildung im Vergleich zum Abstellen auf einen anderen (beliebigen) Wert willkürlich sein soll. Gegenteiliges ergibt sich auch nicht aus dem Beschluss des LG Berlin vom 11.06.2016 - 102 O 105/11 SpruchG (Anl. BF 7 zum Schriftsatz v. 07.10.2021), bei welchem zwar die Verwendung eines zweiwöchigen Intervalls als unüblich abgelehnt, aber auch darauf hingewiesen wurde, dass ohne weiteres auch andere Intervalle denkbar wären. Nachdem kein Grund für eine etwaige Meistbegünstigung der Antragsteller ersichtlich ist, ein alternatives Abstellen auf das Monatsende ebenfalls gewisse Strukturprobleme beinhaltet (sog. „Monatsend-Effekt“) und die Wahl eines beliebigen anderen Wochentags oder eines völlig anderen Zeitintervalls auch auf keiner fundierteren Grundlage fußt, erscheint eine Durchschnittsbildung durchaus sachgerecht.

125

Dementsprechend kann die auf Basis des Börsenwertes geschätzte Abfindung vorliegend durchaus anhand des Ertragswertverfahrens plausibilisiert werden. Die soeben geschilderte Problematik macht aber nochmals deutlich, warum der Senat vorliegend erhebliche Zweifel an der weitergehenden Eignung dieses Verfahrens als maßgebliche Schätzgrundlage hat. Die isolierte Absenkung des Betafaktors auf 0,5 wird iml.-Gutachten bereits mit einem Werteffekt von € 16,79 je Aktie angegeben (vgl. I.-Gutachten Rn. 273), dabei beziffert selbst die Bandbreite der unternehmenseigenen Betafaktoren mit sogar nur 0,33 - 0,52 (vgl. I.-Gutachten Rn. 218). Weitere mögliche Variationen beim Kapitalisierungszinssatz sind an dieser Stelle noch gar nicht berücksichtigt worden.

126

e) Zusammenfassend ergeben sich keinerlei Umstände, nach denen ein höherer Wert als die bereits festgesetzten € 84,53 je Aktie als angemessene Abfindung festgesetzt werden müsste. Eine Reduzierung der Abfindung kommt aufgrund des Verbotes der reformatio in peius, zumal im Beschwerdeverfahren ohne entsprechende (Anschluss-)Beschwerde der Antragsgegnerin nicht in Betracht (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02, AG 2009, 47; BeckOGK/Drescher, a.a.O., § 11 Rn. 4, § 12 Rn. 21; Hüffer/Koch/Koch, a.a.O., § 11 Rn. 2; MüKoAktG/Kubis, a.a.O., § 12 Rn. 17).

127

2. Auch für den jährlichen Ausgleich ergibt sich nach der Schätzung des Senats kein höherer Wert als der bereits festgesetzte Wert in Höhe von € 3,77 brutto (€ 3,17 netto) je Aktie. Die Beschwerden bleiben daher auch in diesem Punkt ohne Erfolg.

128

a) Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG bestimmt sodann weiter, dass als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern ist, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

129

In Anbetracht dieses Wortlauts („bisherige Ertragslage“, „künftige Ertragsaussichten“ und „durchschnittlicher Gewinnanteil“) stellt sich die Frage, ob und wenn ja in welchem Umfang zur Ermittlung des Ausgleichs auf einen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert abzustellen ist. Dies gilt zunächst für die Ermittlung des Unternehmenswertes an sich und in einem zweiten Schritt auch für die Frage, mit welcher Formel dieser Wert sodann in eine stetige Zahlung umzurechnen ist. Dabei kommt der Senat letztlich zu dem Ergebnis, dass der Wortlaut weder für das eine noch für das andere zwingend eine Ertragswertberechnung i.e.S. erfordert, sondern dass je nach Fallgestaltung auch andere Vorgehensweisen eine sachgerechte Schätzgrundlage darstellen können.

130

b) In Bezug auf die Ermittlung des Unternehmens- bzw. Beteiligungswertes, der dem jährlichen Ausgleich zugrunde zu legen ist, übt der Senat sein Schätzmessen dahingehend aus, dass er diesen - wie auch im Rahmen der Abfindung nach § 305 AktG - marktorientiert anhand des Börsenkurses bestimmt. Dies ist mit der Regelung des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG in Einklang zu bringen (so auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 19/19, NZG 2021, 979; LG Stuttgart, Beschluss vom 08.05.2019 - 31 O 25/13 KfH, BeckRS 2019, 23342; beide nicht rechtskräftig) und stellt in der vorliegenden Konstellation aus den bereits dargelegten Gründen eine sachgerechte(re) Schätzgrundlage dar.

131

aa) Dass im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht auf den Ertrags- oder den Börsenwert, sondern auf den Angebotspreis der Übernahme in Höhe von € 84,50 je Aktie als Ausgangspunkt für die Berechnung des jährlichen Ausgleichs abgestellt wurde, ist insofern irrelevant und steht einer Änderung des Anknüpfungspunktes für die Ermittlung des Ausgleichs durch das Gericht nicht entgegen. Insbesondere das Verbot der reformatio in peius hindert den Senat nicht daran, an einen anderen (ggf. niedrigeren) Wert anzuknüpfen. Das Verschlechterungsverbot orientiert sich allein am Entscheidungssatz, nicht aber an den Gründen und besagt lediglich, dass es im Ergebnis zu keiner Verschlechterung der angebotenen Kompensationsleistung kommen darf, nicht aber, dass einzelne Bewertungsparameter im Rahmen der Ausübung des tatrichterlichen Schätzmessens nicht zu Lasten der Antragsteller durch das Gericht anders beurteilt werden dürfen (vgl. BeckOGK/Drescher, a.a.O. § 11 Rn. 4; Böttcher/Habighorst/Schulte/Jaspers, 2. Aufl. <2019> SpruchG, § 11 Rn. 3; Keidel/Sternal, 20. Aufl. <2020> FamFG, § 69 Rn. 18). Entscheidend ist allein, ob das Gericht unter Anwendung der Schätzparameter, die es für die Bestimmung der Höhe der jeweiligen Kompensationsleistung als angemessen erachtet, zu einem Wert gelangt, der oberhalb oder unterhalb der angebotenen Leistung liegt. Liegt er oberhalb, ist die Kompensationsleistung gerichtlich anzuheben, liegt sie unterhalb sind die Anträge als unbegründet zurückzuweisen (vgl. Hüffer/Koch/Koch, a.a.O. § 11 Rn. 2; Hölters/Simon, a.a.O. § 11 Rn. 4).

132

bb) Der Anknüpfung an den Börsenkurs im Rahmen der Bestimmung des Anknüpfungspunktes für die Ermittlung des Ausgleichs stehen sodann weder der Wortlaut, die Gesetzeshistorie, Sinn und Zweck der Norm oder etwaige systematische Erwägungen entgegen.

133

(1) Zunächst steht dem der Wortlaut des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG nicht entgegen. Dieser fordert nicht explizit die Anwendung des Ertragswertverfahrens i.e.S., sondern eine Anknüpfung an die bisherige Ertragslage und die künftigen Ertragsaussichten. Letzterem wird die marktorientierte Betrachtung aber durchaus gerecht. Es wurde bereits ausführlich dargelegt, dass und warum der Börsenkurs unter bestimmten Voraussetzungen, die vorliegend alle erfüllt sind, die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend widerspiegeln kann. Auf die obigen Ausführungen wird verwiesen.

134

(2) Ob aus der Formulierung des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG gefolgert werden kann, dass dem Gesetzgeber zur Ermittlung dieses Unternehmenswertes das Ertragswertverfahren vorgeschwebt ist, darf jedenfalls angezweifelt werden. Entsprechendes ergibt sich aus der Gesetzesbegründung jedenfalls nicht ausdrücklich (vgl. Drs. IV/171 zu § 293 S. 223 ff.). Selbst wenn dem so wäre kann hieraus aber nicht gefolgert werden, dass andere Vorgehensweisen, die ebenso eine Anknüpfung an die Ertragskraft ermöglichen, nicht zulässig wären. Das OLG Frankfurt weist in diesem Zusammenhang zutreffend darauf hin, dass sich auch die DCF-Verfahren in gewisser Weise vom Wortlaut des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG entfernen, hier aber niemand in Frage stellt, dass an einen auf diese Weise ermittelten Unternehmenswert nicht angeknüpft werden könne und stattdessen ergänzend eine vollständige Ertragswertermittlung durchgeführt werden müsse (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 19/19, a.a.O. Rn. 73).

135

(3) Sinn und Zweck des Ausgleichs ist der Dividendenersatz. Die Ausgleichszahlung stellt wirtschaftlich gesehen nichts anderes dar, als die Verzinsung der vom Aktionär geleisteten Einlage und repräsentiert damit nicht den Stamm des Vermögens, sondern das Fruchtziehungsrecht (vgl. BGH, Beschluss vom 15.09.2020 - II ZB 6/20, NZG 2020, 1386, Rn. 21). Dabei soll der außenstehende Aktionär so gestellt werden, wie er stehen würde, wenn der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht geschlossen worden wäre. Wenn nunmehr an einen liquiden, informationseffizienten Aktienkurs angeknüpft wird, wird genau dies erreicht. Der Börsenkurs spiegelt in dem Fall die Ertragskraft des Unternehmens wider und der außenstehende Aktionär erhält das, was das Unternehmen ohne die Strukturmaßnahme voraussichtlich hätte erwirtschaften und als Gewinnanteil auf die Aktionäre hätte verteilen können.

136

(4) Es ist auch nicht nachvollziehbar, warum der Gesetzgeber für die Berechnung zweier Kompensationsarten, die beide in denselben verfassungsrechtlichen Rahmen einzubetten sind, indem sie gewährleisten sollen, dass der außenstehende Aktionär wirtschaftlich voll zu entschädigen ist (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, NJW 1999, 1769; BGH, Beschluss vom 15.09.2020 - II ZB 6/20, a.a.O. Rn. 19), unterschiedliche Rahmenbedingungen hätte schaffen wollen. Dies widerspräche nicht nur dem Sinn und Zweck der Norm, sondern auch der Prozessökonomie und würde die Akzeptanz der gefundenen (ggf. voneinander abweichenden) Ergebnisse massiv in Frage stellen.

137

(5) Der hier vertretene Ansatz trifft auch in der Literatur auf Zustimmung (vgl. Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O. § 304 Rn. 39; Schmidt, NZG 2020, 1361 ff.). Soweit sich dort oder auch in (ober-)gerichtlichen Entscheidungen der gegenteilige (pauschale) Hinweis darauf wiederfindet, dass der Börsenkurs bei der Bemessung des Ausgleichs keine Rolle spiele (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.05.2016 - I-26 W 2/15, BeckRS 2016, 21367; so auch das LG München I im hiesigen Verfahren, vgl. Beschluss v. 27.11.2019 S. 275 Bl. 2236 d.A.), bezieht sich dies in aller Regel auf Fallkonstellationen, in denen der Börsenkurs lediglich als Untergrenze herangezogen, der „wirkliche“, „wahre“ Wert der Beteiligung aber mittels Ertragswertverfahren ermittelt wurde. Dies ist mit der vorliegenden Konstellation aber nicht vergleichbar und sagt nichts darüber aus, ob an den Börsenkurs angeknüpft werden kann, wenn und soweit festgestellt wurde, dass dieser als Ausdruck einer effizienten Informationsverarbeitung die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend widerspiegelt (kritisch dazu Schmidt/Lutter/Stephan, 4. Aufl. <2020> AktG, § 304 Rn. 77). Insofern sei lediglich am Rande darauf hingewiesen, dass bereits das Bundesverfassungsgericht in seiner DAT-Atlanta Entscheidung darauf hingewiesen hat, dass der Börsenkurs nicht nur bei der Abfindung,

sondern auch beim Ausgleich Berücksichtigung finden müsse (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, NJW 1999, 1769).

138

Gleiches gilt für den regelmäßig wiederzufindenden Hinweis darauf, dass für den Ausgleich grundsätzlich auf den zur Festsetzung der Abfindungshöhe ermittelten Ertragswert abzustellen sei (vgl. BGH, Beschluss vom 21.07.2003 - II ZB 17/01, NJW 2003, 3272 ff.; so auch Senat, Beschluss vom 17.07.2007 - 31 Wx 60/06, AG 2008, 28 Rn. 52; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 - 20 W 7/11, LSK 2011, 470677). Auch dies ist allein der Tatsache geschuldet, dass in der Vergangenheit dem Ertragswertverfahren - ohne rechtliche Verpflichtung - faktisch ein Alleinstellungsmerkmal zugekommen ist und die Abfindung hieraus abgeleitet wurde.

139

(6) Damit bleibt im Ergebnis festzuhalten, dass - wie bei der Abfindung auch - zur Berechnung des angemessenen Ausgleichs in der vorliegenden Konstellation auf den Börsenwert als taugliche Schätzgrundlage zurückgegriffen werden kann. In Anbetracht der jedenfalls formal abweichenden Rechtsprechung und Literatur hat der Senat in diesem Punkt aber die Rechtsbeschwerde zugelassen (zum Umfang der Zulassungsentscheidung siehe unten).

140

c) Dieser Ausgangswert muss sodann in eine stetige Ausgleichszahlung umgerechnet werden, was durch Verrentung mit einem Verrentungszinssatz geschieht. Diesen setzt der Senat den Ausführungen des Landgerichts folgend mit 3,75% (vor Steuern) an. Sämtliche hiergegen erhobene Einwendungen greifen im Ergebnis nicht durch.

141

aa) Wie bereits dargestellt, tritt die Ausgleichszahlung an die Stelle der Dividende. Während die Abfindung den Stamm der Beteiligung repräsentiert, stellt der Ausgleich den Ersatz für das sich aus der Beteiligung ergebende Fruchtziehungsrecht dar. Wie ebenfalls bereits dargestellt, sollen die Aktionäre durch die Ausgleichszahlung so gestellt werden, wie sie ohne den in mitten stehenden Unternehmensvertrag stünden, mit anderen Worten, sie sollen so gestellt werden, als hätten sie nach wie vor ihren Anspruch auf die Dividende. Wenn nunmehr in einem ersten Schritt bereits festgestellt wurde, dass der Wert, aus dem dieser Dividendenersatz abgeleitet wird, sachgerecht unter Berücksichtigung der bisherigen Ertragslage und der künftigen Ertragsaussichten ermittelt wurde, folgt daraus für die Umrechnung dieses Wertes in eine Annuität, dass sich der zu verwendende Verrentungszinssatz an der Risikostruktur ebendieses Dividendenersatzes zu orientieren hat.

142

bb) Würde man nunmehr stattdessen den im Rahmen der Ertragswertermittlung herangezogenen bzw. heranzuziehenden Kapitalisierungszinssatz 1:1 auf den Verrentungszinssatz übertragen (so Heidel/Meilicke/Kleinertz, a.a.O., § 304 Rn. 48), würde man unterstellen, der Dividendenersatz unterliege demselben Risiko wie die Dividende. Dies ist unzutreffend (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, a.a.O. Rn. 82). Der Ausgleichsbetrag ist vertraglich garantiert und durch die Verlustübernahme nach § 302 AktG sogar abgesichert, während die Dividende unsicher ist. Bei dieser besteht das Risiko, dass sich die Ertragslage verschlechtert und sich damit der ausschüttbare Gewinnanteil reduziert. Ein unsicherer Zahlungsstrom (Dividende) ist aber stets weniger wert ist als ein sicherer Zahlungsstrom (Ausgleichszahlung) in gleicher Höhe (so auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11, ZIP 2012, 124). Konsequenz einer dennoch erfolgenden Übernahme des (vollständigen) Kapitalisierungszinssatzes wäre, dass die Aktionäre mehr bekommen würden, als sie ohne die zur Rede stehende Strukturmaßnahme erlangt hätten (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 20.08.2018 - 20 W 1/13, AG 2019, 255, Rn. 127). Hierauf haben sie keinen Anspruch.

143

Vor diesem Hintergrund kann nicht erkannt werden, warum die Verneinung des Gleichlaufs zwischen dem Kapitalisierungszinssatz bei der Ertragswertberechnung für die Ermittlung der Abfindung und dem Verrentungszinssatz bei der Ermittlung des Ausgleichs mit dem Wortlaut des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG nicht vereinbar sein sollte. Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ausgleichs ist in jedem Fall der Wert, der der bisherigen Ertragslage und den künftigen Ertragsaussichten entspricht (auch wenn beispielsweise wie im vorliegenden Verfahren an den Börsenkurs angeknüpft wird). Dieser bildet die Basis für die Ermittlung des

verteilungsfähigen Gewinnanteils und wird sodann über den Verrentungszinssatz, der der geänderten Risikostruktur angemessen Rechnung tragen soll, in eine Annuität umgerechnet.

144

Etwas anderes ergibt sich entgegen beschwerdeseitiger Auffassung auch nicht aus den Ausführungen des BGH im Rahmen seiner Ytong - Entscheidung (Urt. v. 21.07.2003 - II ZB 17/01, NJW 2003, 3272). Der BGH hat sich dort mit der konkreten Problematik der Herleitung des Verrentungszinssatzes nicht auseinandergesetzt, sondern nur betont, dass der Aktionär auch durch den Ausgleich „wirtschaftlich voll entschädigt“ werden müsse (so auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11, ZIP 2012, 124, Rn. 197 ff.). Ebendies wird erreicht, wenn über den Verrentungszinssatz die Risikostruktur der Ausgleichszahlung angemessen abgebildet und damit in eine sachgerechte Relation zur risikoreicheren Dividende gesetzt wird. Ein Gleichlauf mit dem Kapitalisierungszinssatz und damit eine Besserstellung des Aktionärs durch den Unternehmensvertrag wird an dieser Stelle mitnichten gefordert.

145

cc) Insofern entspricht es mittlerweile herrschender Auffassung, dass der Verrentungszinssatz zwar höher als der Basiszinssatz, da auch die Ausgleichszahlung nicht vollkommen risikolos ist, aber doch geringer als der Kapitalisierungszinssatz im Rahmen der Ertragswertermittlung ist (vgl. IDW WPH Edition, a.a.O. Rn. C 89 ff.; Schmidt/Lutter/Stephan, a.a.O. § 304 Rn. 85; Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O., § 304 AktG Rn. 39; MüKoAktG/ van Rossum a.a.O. § 304 Rn. 79; Grigoleit/Servatius, 2. Aufl. <2020> AktG, § 304 Rn. 17). Üblicherweise wird, um ebendieser Risikostruktur Rechnung zu tragen, ein Mischzinssatz aus risikolosem Basiszinssatz zuzüglich hälftigem Risikozuschlag angesetzt (vgl. Senat, Beschluss vom 26.06.2018 - 31 Wx 382/15, AG 2018, 753 Rn. 144; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29.01.2016 - 21 W 70/15, AG 2016, 551 Rn. 92 u. Beschluss vom 26.01.2015 - 21 W 26/13, AG 2015, 504 Rn. 72 ff.; vgl. auch - allerdings auch den Basiszinssatz halbierend: OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.11.2013 - 20 W 4/12, NZG 2014, 140, BeckRS 2013, 21134 Rn. 130; vgl. ferner Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O., § 304 AktG Rn. 39; MüKoAktG/van Rossum, a.a.O., § 304 Rn. 79; Großfeld, a.a.O. Rn. 87).

146

Beim Ansatz dieses Mischzinssatzes handelt es sich jedoch um eine (stark) vereinfachte Vorgehensweise (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29.01.2016 - 21 W 70/15, AG 2016, 551 Rn. 92), die weitere Risikoaspekte unbeleuchtet lässt. Im Einzelfall sind durchaus andere Ansatzpunkte für die Ermittlung des Verrentungszinssatzes denkbar, die den bestehenden Gegebenheiten sachgerechter Rechnung tragen können und dementsprechend eine bessere Schätzgrundlage bilden.

147

Entgegen der Auffassung des Kammergerichts vermag der Senat keinen sachlichen Grund für eine zwingende Anknüpfung an den (wenn auch aufgrund der geänderten Risikostruktur um einen Abschlag verringerten) Kapitalisierungszinssatz, der im Rahmen der Ertragswertermittlung anzusetzen wäre, zu erkennen (a.A. KG Berlin, Beschluss vom 01.11.2021 - 2 W 6/17, Anl. BF 9 zum Schriftsatz v. 08.11.2021). Wie bereits dargelegt, erfordert der Wortlaut des § 304 Abs. 2 S. 1 AktG eine Anknüpfung an diesen Zinssatz nicht. Dass es sich bei der Ausgleichszahlung um den Betrag handelt, der voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie hätte verteilt werden können, wird über die grundsätzliche Anknüpfung an die Ertragskraft des Unternehmens sichergestellt. Durch den Verrentungszinssatz wird sodann der unterschiedlichen Risikostruktur der Dividende einerseits und der Ausgleichszahlung andererseits Rechnung getragen. Letztere ist regelmäßig nicht völlig risikolos, aber andererseits auch nicht so risikoreich wie die Dividende. Eine sachliche Rechtfertigung dafür anzunehmen, dass sie genau halb so risikobehaftet sei, ist dabei nicht ersichtlich.

148

Gerade in der vorliegenden Konstellation führt die Auffassung des Kammergerichts darüber hinaus zu Wertungswidersprüchen und kann daher nicht vollständig überzeugen. Die Ertragskraft der Gesellschaft wird hier durch den Börsenkurs widerspiegelt. Eines Rückgriffs auf eine Ertragswertberechnung bedarf es für die Ermittlung des Wertes, aus dem der verteilungsfähige Gewinnanteil abgeleitet werden kann, nicht (siehe dazu ausführlich oben). Wenn es aber schon für die Ermittlung der Ertragskraft an sich nicht notwendigerweise einer Ertragswertermittlung i.e.S. bedarf, ist nicht ersichtlich, warum bei der Verrentung auf den für eine Ertragswertermittlung maßgeblichen halben Risikozuschlag abgestellt werden sollte.

149

Dies gilt vorliegend umso mehr, als in diesem Verfahren die Herleitung des Kapitalisierungszinssatzes mit einer über das übliche Maß weit hinausgehenden Anzahl an Unsicherheiten und Ungenauigkeiten behaftet ist. Die Bandbreite der theoretisch in Betracht kommenden (noch) vertretbaren Kapitalisierungs- bzw. daran anknüpfend Verrentungszinssätze ist außerordentlich groß, so dass auch unter diesem Aspekt erhebliche Zweifel an der Eignung des Ertragswertverfahrens als sachgerechte Schätzgrundlage im konkreten Verfahren bestehen. Dabei wird nicht übersehen, dass sich selbst unter Zugrundelegung der vom Senat im Rahmen seiner plausibilisierenden Ertragswertüberlegungen eingesetzten Kapitalisierungsparameter ein vergleichsweise höherer Verrentungszinssatz ergeben würde. Unter Anknüpfung an die jeweiligen Börsenwerte als Anknüpfungspunkt wird dies aber weitestgehend kompensiert. Beispielsweise ergäbe sich bei einem Ausgangswert von € 78,69 (Börsenwert für den Zeitraum 12.03.2013 - 11.06.2013 unter Berücksichtigung einer Hochrechnung auf den Stichtag) und einem Mischzinssatz von rund 4,75% vor Steuern ein Bruttoausgleich von lediglich € 3,73 je Aktie, der also immer noch knapp unter dem hier festgesetzten Ausgleich von brutto € 3,77 je Aktie liegen würde. Bei einer weiteren Betafaktorreduzierung, wie sie antragstellerseits im Rahmen der Abfindung gefordert wird, ergäben sich sowohl für den zugrunde zu legenden Ausgangswert als auch für den Mischzinssatz noch deutlich geringere Werte. Auch diese Wechselwirkung, wonach ein geringerer Kapitalisierungszinssatz zu einer höheren Abfindung, aber zu einem niedrigeren Ausgleich und andersherum führen würde, verdeutlicht nochmals, dass es hierfür keine sachliche Begründung gibt, sondern das Abstellen auf den hälftigen Risikozuschlag schlicht eine vereinfachende Möglichkeit darstellt, der Risikostruktur des Ausgleichs angemessen Rechnung zu tragen.

150

dd) Um das Risiko der Ausgleichszahlung sachgerecht beziffern zu können, muss zwischen dem Risiko während der Laufzeit und demjenigen bei Kündigung des Unternehmensvertrags unterschieden werden. Letzteres ist vorliegend aber vollständig durch die konkrete vertragliche Ausgestaltung eliminiert, so dass allein das Ausfallrisiko während der Vertragslaufzeit verbleibt, das hier wiederum wegen der konkreten vertraglichen Ausgestaltung mit dem Ausfallrisiko der Konzernmutter gleichzusetzen ist und nach der grundsätzlich anerkannten Bond-Spread-Methode (so z.B. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11, ZIP 2012, 124, Rn. 200 ff. u. Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, NZG 2021, 979, Rn. 83; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.05.2016 - I-26 W 2/15, AG 2017, 584 Rn. 77; LG Hamburg, Beschluss vom 26.04.2019 - 403 HKO 10/18, BeckRS 2019, 15377, Rn. 69; IDW WPH Edition, a.a.O. Rn. C 96 ff.; Fleischer/Hüttemann/Popp/Ruthardt, a.a.O. § 12 Rn. 208 ff.) ermittelt werden kann.

151

(1) Entgegen beschwerdeseitiger Darstellung und entgegen der Auffassung des Kammergerichts ist insofern unerheblich, ob sich die Risikoverteilung unmittelbar aus dem Gesetz oder erst bzw. ergänzend aus der vertraglichen Ausgestaltung, namentlich der Abfindungsoption bei Kündigung, ergibt. Über den Verrentungszinssatz ist die - konkrete - Risikostruktur der Ausgleichszahlung abzubilden. Dabei ist zunächst zu berücksichtigen, dass die Ausgleichszahlung gesetzlich garantiert ist, weswegen angenommen wird, dass der Verrentungszinssatz unterhalb des Kapitalisierungszinssatzes liegen muss (siehe oben). Soweit keine weiteren besonderen Umstände des Einzelfalls vorliegen, mag es sachgerecht sein, auf den Basiszinssatz zuzüglich des hälftigen Risikozuschlags abzustellen. Wenn aber im konkreten Fall weitere Umstände vorhanden sind, die das Risiko über die gesetzliche Regelung hinaus weiter reduzieren, wäre es nicht sachgerecht, diese unberücksichtigt zu lassen und damit gegen den Grundsatz der Risikoäquivalenz zu verstoßen.

152

Insofern ist den beschwerdeführenden Antragstellern zwar darin zuzustimmen, dass eine andere Ausgestaltung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags zu einem höheren Risiko, damit zu einem höheren Verrentungszinssatz und damit letztlich zu einer höheren Ausgleichszahlung geführt hätte, dennoch wäre es verfehlt hieraus zu schlussfolgern, durch eine entsprechende vertragliche Ausgestaltung könnte damit die gesetzlich festgeschriebene Untergrenze des Ausgleichs unterlaufen werden. An der Ermittlung des Wertes, der unter Berücksichtigung der bisherigen Ertragslage und der künftigen Ertragsaussichten die Basis für den voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil zu verteilenden wiederkehrenden Betrag darstellt, ändert die vertragliche Ausgestaltung des Unternehmensvertrags nichts. Die Vertragsgestaltung gibt lediglich Aufschluss über das im Vergleich zu der als Gewinnanteil auszuzahlenden Dividende geringere Risiko der Ausgleichszahlung. Je geringer das Risiko, desto geringer die Ausgleichszahlung. Ob der ein oder andere Aktionär unter Umständen lieber ein höheres Risiko und

damit einhergehend auch eine höhere Ausgleichszahlung bekommen hätte, ist insofern irrelevant. Nichts anderes gilt auch im Rahmen einer Ertragswertermittlung. Auch hier sind bestehende Vertragsgestaltungen (z.B. mit Fremdkapitalgebern) für bestimmte wertbildende Faktoren maßgeblich (z.B. für die Bemessung des Kapitalstrukturrisikos im Rahmen des Betafaktors) und grundsätzlich als gegeben hinzunehmen.

153

(2) Grundsätzlich besteht im Fall der Kündigung des Unternehmensvertrags die Gefahr, dass sich der Aktionär, der sich seinerzeit gegen die Abfindung und für die Ausgleichszahlung entschieden hat, nunmehr in einer durch die Beherrschung und Gewinnabführung ausgeplünderten Gesellschaft mit geringen Ertragerwartungen und entsprechend geringen Dividendenerwartungen befindet, in der auch eine Deinvestitionsentscheidung nur mit Einbußen möglich wäre. Diesem Risiko ist sodann durch einen gewissen Aufschlag auf den Basiszinssatz angemessen Rechnung zu tragen.

154

Wenn aber - wie im vorliegenden Verfahren - ebendieses Risiko nicht besteht, ist auch kein Grund für die Annahme eines solchen Risikozuschlags vorhanden.

155

Ziff. 5.6 des vorliegenden Unternehmensvertrags sieht vor, dass im Falle der Kündigung des BGAV der Abfindungsanspruch, ggf. nachdem er gerichtlich im Rahmen eines Spruchverfahren erhöht wurde, wieder auflebt. Die Aktionäre können also - auch wenn sie ggf. über Jahre hinweg die feste Ausgleichszahlung erhalten haben - ohne Abschläge für die im Unternehmensvertrag festgesetzte bzw. im Rahmen des Spruchverfahrens erhöhte, angemessene Abfindung aus dem Unternehmen ausscheiden, wobei in Ziff. 4.4 des Unternehmensvertrags ergänzend geregelt ist, dass im Falle einer unterjährigen Beendigung des Vertrags ein anteiliger Anspruch auf den Ausgleich bestehen bleibt. Die Rüge, dass je nach Zeitpunkt der Kündigung fast eine komplette Ausgleichszahlung verloren gehen könnte, ist folglich nicht zutreffend.

156

Dass dieses Recht gem. Ziff. 5.6 des Vertrags einer Befristung von zwei Monaten ab Eintragung der Beendigung des Vertrags unterliegt, ist insofern unerheblich (so auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.05.2016 - I-26 W 2/15, AG 2017, 584 Rn. 77). Gleiches gilt für das Fehlen einer hiermit einhergehenden Informationspflicht zur Vermögens- und Ertragslage. Es ist nicht ersichtlich, warum den außenstehenden Aktionären nach Kündigung des Unternehmensvertrags eine weitere vollständige Ertragswertberechnung auf Kosten der Antragsgegnerin - und das auch noch für einen Stichtag, der unter Umständen ganz erheblich von dem eigentlich zu beurteilenden Stichtag abweicht - zugestanden werden sollte. Im Übrigen ist zu sehen, dass die Frist faktisch deutlich länger sein dürfte, da die Beendigung des Vertrags nicht erst mit deren Eintragung bekannt sein wird und dass anhand der vorhandenen Geschäftsberichte jedenfalls eine grobe Einschätzung der Vermögens- und Ertragslage möglich sein sollte, so dass zumindest überschlägig geprüft werden kann, ob für den einzelnen Aktionär ein Verbleib in der Gesellschaft in Betracht kommt oder nicht.

157

Damit kompensiert die vertragliche Regelung nicht nur die Gefahr, dass durch die Wahl des Ausgleichs eine volle wirtschaftliche Kompensation nicht mehr möglich ist, sie schafft sogar - ohne gesetzliche Verpflichtung - die Möglichkeit der Besserstellung des Aktionärs, nämlich indem dieser sich zunächst für den Ausgleich und erst bei der Kündigung des Unternehmensvertrags für die - volle - Abfindung entscheidet. Zwar besteht auch in dem Fall immer noch das Risiko, nach Beendigung des Unternehmensvertrags an einer ausgezehrten Gesellschaft beteiligt zu sein. Dieses Risiko ist aber jedem Unternehmensvertrag ungeachtet seiner konkreten vertraglichen Ausgestaltung immanent und wird vom Aktionär durch die Entscheidung für den Ausgleich bewusst eingegangen (so ausdrücklich auch BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, NZG 2016, 461 Rn. 27). Entscheidend ist allein, ob es eine entsprechende wirtschaftliche Kompensation für dieses Risiko gibt, was vorliegend durch die konkrete vertragliche Ausgestaltung in Bezug auf die nachträgliche Wahlmöglichkeit der Abfindung zu bejahen ist.

158

Ein unzulässiger Eingriff in die grundsätzlich bestehende Wahlfreiheit zwischen den beiden Kompensationsmöglichkeiten kann hierin nicht erkannt werden. Es ist dem Aktionär nach wie vor freigestellt, in der Gesellschaft zu verbleiben und einen über die Ausgleichszahlung hinausgehenden Nutzen aus seiner Beteiligung zu ziehen, etwa weil sich die Gesellschaft nach Abschluss des

Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags positiv entwickelt und die Dividende nach Beendigung des Unternehmensvertrags höher ausfällt als der Ausgleich (so BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, a.a.O.), zumal die vertragliche Gestaltung nach dem oben Gesagten sogar eher einen Anreiz dafür bieten könnte, sich zunächst nicht für die Abfindung sondern für den Ausgleich zu entscheiden. Dementsprechend lässt sich hieraus auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass die Ausgleichszahlung ohne die konkrete vertragliche Ausgestaltung höher (aber eben auch risikobehafteter) wäre, kein mittelbarer Zwang zur Annahme der Abfindung ableiten.

159

Für den Fall eines sich an diese Strukturmaßnahme anschließenden Squeeze-Outs ist eine andere Risikobewertung ebenfalls nicht angezeigt, auch wenn in dem Fall in der Tat das Abfindungsrecht auf Basis des Unternehmensvertrags nicht wieder auflebt. Die Aktionäre haben in dem Fall einen neuen, originären Anspruch auf eine angemessene Abfindung nach § 327a AktG und verbleiben somit auch in dem Fall nicht zwangsweise in einer „ausgeplünderten“ Gesellschaft. Die Argumentation, dass diese neu festzulegende Barabfindung unter Umständen niedriger ausfallen könnte als die im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags festgelegte Abfindung, ist bereits vor dem Hintergrund der jüngsten BGH-Rechtsprechung zur kapitalisierten Ausgleichszahlung als Untergrenze für die Abfindung im Fall eines anschließenden Squeeze-Outs nicht mehr haltbar (vgl. BGH, Beschluss vom 15.09.2020 - II ZB 6/20, NZG 2020, 1386). Weitere Ausführungen dazu erübrigen sich dementsprechend.

160

Zusammenfassend besteht für die Aktionäre aufgrund der konkreten vertraglichen Ausgestaltung bei Kündigung (oder sonstiger Überholung) des Unternehmensvertrags in der Tat kein nennenswertes Risiko, das einen Aufschlag auf den Verrentungszinssatz rechtfertigen würde.

161

(3) Damit verbleibt als bezifferbares Risiko lediglich das Ausfallrisiko der Schuldnerin, also der Antragsgegnerin als herrschendes Unternehmen während der Laufzeit des Unternehmensvertrags. Auf das Ausfallrisiko der K. AG als beherrschte Gesellschaft kommt es hingegen nicht an. Auch dies verdeutlicht nochmals, dass es nicht notwendigerweise auf den Kapitalisierungszinssatz der K. AG ankommen muss.

162

Vorliegend ist an dieser Stelle die von der V. G. plc. abgegebene Patronatserklärung zu berücksichtigen, die über die vertragliche Zusicherung des festen Ausgleichs über die gesamte Laufzeit des Unternehmensvertrags hinweg das Ausfallrisiko der Antragsgegnerin absichert. Folglich kann das Ausfallrisiko der Antragsgegnerin mit dem der Konzernobergesellschaft gleichgesetzt werden. Dass es sich hierbei um eine ausländische Gesellschaft handelt, ist schlicht hinzunehmen. An der Tatsache, dass als Risiko lediglich das Ausfallrisiko der Konzernobergesellschaft verbleibt, ändert dieser Umstand jedenfalls nichts.

163

Dieses Ausfallrisiko konnte sachgerecht aus dem Spread der V.-Anleihe „V.“ und dem risikolosen Basiszins abgeleitet werden. Es errechnet sich hieraus ein Wert von rund 0,9% (vgl. 1. ergänzende Stellungnahme v. 22.03.2016, S. 120 f., Bl. 1006 f. d.A.).

164

Soweit beschwerdeseits die Laufzeitäquivalenz in Frage gestellt wurde, weil die Anleihe zum Stichtag eine Restlaufzeit von „nur“ noch knapp acht Jahren aufgewiesen habe, sei darauf hingewiesen, dass acht weitere Anleihen, deren Laufzeit längstens bis ins Jahr 2028 hineinreicht, zu Plausibilisierungszwecken ergänzend herangezogen wurden. Die Spreads lagen allesamt innerhalb einer Bandbreite von 0,1 - 0,9% (vgl. 1. ergänzenden Stellungnahme vom 22.03.2016 a.a.O.). Der hier zugrunde gelegte Wert von 1,0% ist dementsprechend (deutlich) zu Gunsten der Minderheitsaktionäre aufgerundet worden.

165

Auch etwaige strukturelle Unterschiede zwischen der Rendite einer Unternehmensanleihe und dem Ausgleich nach § 304 AktG stehen diesem Ansatz nicht entgegen. Dabei wird verkannt, dass nicht die Ausgleichszahlung an sich über die genannte Anleihe plausibilisiert, sondern dass unter Rückgriff auf die Unternehmensanleihe nur das Ausfallrisiko dieses Unternehmens, welches aufgrund der bestehenden vertraglichen Besonderheiten im vorliegenden Fall mit dem Risiko der Ausgleichszahlung gleichgesetzt

werden kann, beziffert werden soll. Bereits aus diesem Grund vermag eine Vielzahl der genannten Argumente nicht zu überzeugen. So kommt es beispielsweise auf die Frage, ob bei Anleihe und Ausgleich vergleichbare Kündigungsbedingungen vorliegen nicht an. Aus demselben Grund verfängt auch der Hinweis auf die beschwerdeseits genannten Entscheidungen des BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14 Rn. 28 ff. und OLG Düsseldorf, Beschluss vom 22.03.2018 - 26 W 20/14 nicht. Auch der Senat geht nicht davon aus, dass sich durch den Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags die Rechtsnatur der Beteiligung hin zu einem rein schuldrechtlichen Anspruch auf die Ausgleichszahlung vergleichbar mit der Kapitalanlage in einer Unternehmensanleihe ändern würde. Es geht vorliegend allein um die Frage, wie das Risiko der Ausgleichszahlung während der Laufzeit des Unternehmensvertrags sachgerecht zu bewerten ist.

166

Bei der hier als Vergleichsmaßstab herangezogenen V.-Anleihe „V.“ handelt es sich um eine in Euro ausgegebene Anleihe. Etwaige Währungsrisiken bestehen dementsprechend nicht. Soweit darüber hinaus mögliche steuerliche Vorteile internationaler Investoren, die zu einer erheblichen Unterschätzung des tatsächlichen Bonitätsrisikos der Konzernobergesellschaft führen würden, behauptet werden, werden zum einen belastbare Daten diesbezüglich nicht genannt, sondern reine Vermutungen ins Blaue hinein geäußert. Zum anderen ist darauf hinzuweisen, dass nicht jede steuerliche Besonderheit jedes ausländischen Investors Berücksichtigung finden kann. Es sind vielmehr Typisierungen und vereinfachende oder verallgemeinernde Annahmen zu treffen. Gleiches gilt für die Unternehmensbewertung nach IDW S1, bei der der objektivierte Unternehmenswert aus der Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner ermittelt wird (vgl. IDW S. 1 i.d.F. 2008 Rn. 31, 91). Konkrete Anhaltspunkte dafür, dass diese Vorgehensweise hier zu unsachgerechten Ergebnissen führen würde, bestehen nicht.

167

Ein Widerspruch zur Senatsentscheidung vom 26.06.2018 - 31 Wx 382/15 (AG 2018, 753) kann ebenfalls nicht erkannt werden. Dort hat sich der Senat zwar gegen die Anwendbarkeit der Bond-Spread-Methode im konkreten Fall ausgesprochen, dies aber ausdrücklich mit zum Stichtag objektiv bestehenden nicht unerheblichen wert- und risikorelevanten Faktoren beim herrschenden Unternehmen, die dem Markt nicht bekannt waren, begründet. Eine generelle Absage hat der Senat dieser Vorgehensweise hingegen nicht erteilt. Dies ist mit der vorliegenden Situation nicht vergleichbar. Dabei kann insbesondere nicht argumentiert werden, dass auch zum heutigen Tag nicht abschließend festgestellt werden kann, ob es nicht zum Stichtag etwaige bereits im Kern angelegte, aber noch nicht nach außen hervorgetretene Umstände gegeben haben könnte, die Einfluss auf die Risikobeurteilung hätten. Dies mag zutreffen, ist aber sowohl hier als auch bei allen anderen Entscheidungen, denen eine stichtagsbezogene Unternehmensbewertung zugrunde liegt, hinzunehmen. Es können stets nur die Risikofaktoren in die Entscheidung einbezogen werden, die zum Zeitpunkt der Entscheidung bekannt sind. Konkrete Umstände, die darauf hindeuten würden, dass im konkreten Fall etwaige weitere Risikoaspekte unberücksichtigt geblieben sind, sind aber nicht ersichtlich und auch beschwerdeseits nicht konkret vorgetragen.

168

d) Zusammenfassend ergeben sich somit auch für den Ausgleich keinerlei Umstände, nach denen ein höherer Wert als die bereits festgesetzten € 3,77 brutto festgesetzt werden müsste. Eine Reduzierung kommt wiederum aufgrund des Verbotes der reformatio in peius nicht in Betracht.

169

3. Die verfahrensbezogenen Rügen der Antragsteller greifen ebenfalls nicht durch.

170

a) Der „wirkliche“, „wahre“ Wert der Beteiligung konnte vorliegend allein mithilfe der (ergänzenden) schriftlichen Ausführungen der sachverständigen Prüferin und ohne erneute Durchführung einer mündlichen Verhandlung geschätzt werden. Der Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens bedurfte es nicht. Dabei spielen im konkreten Fall weniger grundsätzliche Erwägungen zur Rolle des sachverständigen Prüfers oder zur Reichweite des § 30 Abs. 3 FamFG im Spruchverfahren (vgl. dazu KKActG/Dorn, 4. Aufl.<2021> Vorb. §§ 7-11 Rn. 22 ff.) eine Rolle, als die Tatsache, dass der Senat Abfindung und Ausgleich vorliegend nicht mittels Ertragswertverfahren, sondern anhand des Börsenwertes geschätzt hat. Die Anträge auf Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens beziehen sich hingegen auf

bestimmte Details des Ertragswertverfahrens (insbesondere den Betafaktor), worauf der Senat seine Entscheidung aber nicht maßgeblich gestützt hat. Der Ertragswert wurde lediglich zu Plausibilisierungszwecken herangezogen und bedurfte jedenfalls in diesem Kontext keiner (weiteren) sachverständigen Begutachtung. Soweit für die Anknüpfung an den Börsenwert externer Sachverständiger benötigt wurde (so z.B. für die Beurteilung der Liquidität des Aktienhandels, die Berechnung der Börsenwerte in den Alternativzeiträumen oder die Fortschreibung der Börsenwerte), ist nicht ersichtlich, warum hierzu nicht entsprechend der Gesetzeskonzeption und -intention auf die sachverständige Prüferin hätte zurückgegriffen werden können. Danach muss ein (punktueller oder umfassendes) gerichtliches Sachverständigengutachten in Spruchverfahren nur eingeholt werden, wenn trotz ergänzender Stellungnahmen bzw. mündlicher Anhörungen des sachverständigen Prüfers weiterer Aufklärungsbedarf besteht und eine weitere Klärung angesichts der Umstände auch zu erwarten ist (vgl. Senat, Beschluss vom 20.03.2019 - 31 Wx 185/17, AG 2019, 659 m.w.N.), was aber hier nicht der Fall ist. Die Prüferin hat die sie betreffenden Fragen umfassend und vollständig beantwortet. Weiterer Aufklärungsbedarf bestand insofern weder beim Senat noch bei den Beteiligten, die keine weiteren Fragen an die sachverständige Prüferin hatten und dementsprechend auch deren mündliche Anhörung bzw. eine weitere Erörterung in mündlicher Verhandlung nicht beantragt haben. Rechtliches Gehör wurde in ausreichender Weise über die zu der Stellungnahme der Prüferin und den Hinweisen des Gerichts eingeräumten Fristen zur schriftlichen Stellungnahme gewährt (vgl. zur Entbehrlichkeit der mündlichen Verhandlung in der Beschwerdeinstanz nach §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 68 Abs. 3 S. 2 FamFG BeckOGK/Drescher, a.a.O. § 12 Rn. 20; Heidel/Krenek, 5. Aufl. <2020> SpruchG, § 12 Rn. 15).

171

b) Darüber hinaus kommt entgegen einzelner Anträge seitens der Beschwerdeführer eine Aufhebung und Zurückverweisung weder zur erneuten Durchführung des Abhilfeverfahrens noch zur erneuten Durchführung des Hauptsacheverfahrens in Betracht. Ein wesentlicher Verfahrensmangel i.S.d. § 69 Abs. 1 S. 3 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG ist nicht ersichtlich.

172

aa) Dies gilt zunächst für den (hilfsweisen) Antrag auf Aufhebung und Zurückverweisung betreffend die Hauptsacheentscheidung vom 27.11.2019.

173

Aus § 69 Abs. 1 S. 1 FamFG ergibt sich, dass das Beschwerdegericht grundsätzlich in der Sache selbst zu entscheiden hat. Dies gilt über die Verweisung des § 17 Abs. 1 SpruchG auch in Spruchverfahren. Hat das Landgericht eine Sachentscheidung getroffen, kommt eine Zurückverweisung nur ausnahmsweise in Betracht, wenn das Verfahren an einem wesentlichen Mangel leidet und eine umfangreiche Beweisaufnahme erforderlich wäre (vgl. BeckOGK/Drescher, a.a.O. § 12 Rn. 21; Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O., § 12 Rn. 11). Vorliegend ist nach dem oben Gesagten allerdings weder das eine noch das andere zu bejahen. Das Landgericht hat sich mit dem Verfahren und den einzelnen Bewertungsrügen eingehend auseinandergesetzt. Dass sich der Senat als zweite Tatsacheninstanz letztlich anders als das Landgericht nicht für eine Schätzung auf Basis des Ertragswertverfahrens, sondern auf Basis des Börsenwertes entschieden hat, ist insofern irrelevant (siehe zum Prüfungsmaßstab des Beschwerdegerichts auch oben). Wesentliche Verfahrensfehler seitens des Landgerichts sind jedenfalls nicht ersichtlich. Insbesondere soweit an dieser Stelle eine Verletzung des rechtlichen Gehörs geltend gemacht wird, sei nochmals darauf hingewiesen, dass das Landgericht im vorliegenden Verfahren nicht nur in einer Vielzahl von Terminen zur mündlichen Anhörung der sachverständigen Prüferin, in denen sämtliche Beteiligte einschließlich ihrer Privatgutachter dezidiert zu sämtlichen Bewertungsrügen Stellung nehmen und ergänzende Fragen stellen konnten, sondern auch in einer Vielzahl von ergänzenden schriftlichen Stellungnahmen der Prüferin den zu beurteilenden Sachverhalt umfassend aufgeklärt hat. Inwieweit es hierbei die Mitwirkungsbefugnisse der Beteiligten beschnitten oder kausal zu einer Verkürzung des Vorbringens beigetragen haben soll, erschließt sich dem Senat nicht. Eine (weitere) Beweisaufnahme ist unter Berücksichtigung des Beschwerdevorbringens ebenfalls nicht angezeigt. Für eine Aufhebung und Zurückverweisung betreffend die Hauptsacheentscheidung ist daher kein Raum.

174

bb) Auch für eine Aufhebung des Nichtabhilfebeschlusses vom 28.04.2020 und Zurückweisung an das Landgericht zur erneuten Durchführung (nur) des Abhilfeverfahrens gibt es vorliegend keine ausreichenden Anhaltspunkte.

175

Den Beschwerdeführern ist zwar darin zuzustimmen, dass der Nichtabhilfebeschluss nach § 68 Abs. 1 S. 1 FamFG dergestalt begründet sein muss, dass er erkennen lässt, dass sich das Gericht mit dem wesentlichen Beschwerdevorbringen auseinandergesetzt hat und seiner Pflicht zur Prüfung und Selbstkontrolle im Abhilfeverfahren nachgekommen ist (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30.03.2016 - I-3 Wx 84/16, ErbR 2016, 415 zum Nachlassrecht; BeckOKFamFG/Obermann, 36. Ed. <01.10.2020> FamFG § 68 Rn. 8). Dies gilt über die Verweisung des § 17 Abs. 1 FamFG grundsätzlich auch im Spruchverfahren (vgl. MüKoAktG/Kubis, a.a.O., SpruchG, Vor § 1 Rn. 5; Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O. § 12 En. 7; Hüffer/Koch/Koch, a.a.O. § 12 Rn. 6).

176

Grundsätzlich nicht erforderlich ist hingegen ein Eingehen auf alle Ausführungen der Beschwerdeführer (vgl. Senat, Beschluss vom 04.02.2010 - 31 Wx 13/10, MDR 2010, 588 zum Nachlassrecht), was insbesondere bei Spruchverfahren angesichts des Umfangs der Beschwerdebegründung im Übrigen andernfalls nicht nur zu erheblichen praktischen Schwierigkeiten führen, sondern auch das Ziel der Spruchverfahrensnovelle, die lange Verfahrensdauer zu verkürzen (vgl. BT-Drs. 15/371 S. 1, 11), vollständig konterkarieren würde.

177

Das Landgericht hat sich vorliegend - wenn auch knapp und jedenfalls nicht ausdrücklich zu jeder einzelnen Bewertungsrüge - mit den Beschwerden auseinandergesetzt. Es ist nicht ersichtlich, dass es wesentliches Beschwerdevorbringen bei seiner Entscheidung nicht beachtet hätte. Dies gilt vorliegend um so mehr, als dass die wesentlichen Rügen bereits im Rahmen der knapp 300 Seiten umfassenden Ausgangsentscheidung ausführlich thematisiert wurden (vgl. Senat, Beschluss vom 04.02.2010 - 31 Wx 13/10, MDR 2010, 588 zum Nachlassrecht). Ein wesentlicher Verfahrensfehler, der nach § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 69 Abs. 1 S. 3 FamFG zur Aufhebung des Nichtabhilfebeschlusses und zur Zurückverweisung zur erneuten Durchführung des Abhilfeverfahrens an das Landgericht führen könnte, kann nicht erkannt werden.

178

Auch unter Berücksichtigung der beschwerdeseits zitierten obergerichtlichen Entscheidungen ergibt sich nichts anderes. Dort wurden die Nichtabhilfeentscheidungen entweder gar nicht begründet oder sie ließen nicht erkennen, ob das Ausgangsgericht überhaupt das Ziel der Beschwerde erkannt hat. Derartige Konstellationen sind mit der vorliegenden Fallgestaltung nicht vergleichbar.

179

c) Auch für eine Aussetzung des Beschwerdeverfahrens besteht kein Raum.

180

aa) Soweit sich der Antrag auf Aussetzung auf die zum damaligen Zeitpunkt noch nicht abgeschlossene Sonderprüfung bezogen hat, hat sich dies mittlerweile erledigt. Ob in der laufenden Sonderprüfung tatsächlich ein wichtiger Grund i.S.d.§ 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 21 FamFG zu sehen wäre, erscheint im Übrigen jedenfalls zweifelhaft, da nach den obigen Ausführungen zu Bedeutung und Reichweite des Sonderprüfungsberichts keine Vorgeflichkeit im engeren Sinne, sondern allenfalls ein sonstiger erheblicher Einfluss auf die Entscheidung denkbar gewesen wäre (insofern auch kritisch Keidel/Sternal, a.a.O., FamFG, § 21 Rn. 13), bedarf in der vorliegenden Konstellation aber keiner abschließenden Entscheidung mehr.

181

bb) Soweit sich die beantragte Aussetzung hingegen auf das inzwischen beim Bundesgerichtshof anhängige Verfahren des OLG Frankfurt in Bezug auf die Anwendbarkeit einer marktorientierten Betrachtungsweise auch beim Ausgleich bezieht (vgl. BGH II ZB 12/21, Vorinstanz OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19), ist darauf hinzuweisen, dass es gerade keinen wichtigen Grund im Sinne der genannten Normen darstellt, wenn das Gericht eine bevorstehende höchstrichterliche Grundsatzentscheidung des Bundesgerichtshofs abwarten möchte (vgl. Keidel/Sternal, a.a.O. § 21 Rn. 16; MüKoFamFG/Pabst, 3. Aufl. <2018> § 21 Rn. 17). Ist das Beschwerdegericht der Auffassung, dass es sich

um eine Rechtssache mit grundsätzlicher Bedeutung handelt, hat es vielmehr selbst die Rechtsbeschwerde zuzulassen, § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 70 Abs. 2 FamFG (siehe dazu sogleich).

C.

182

I. Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin. Es besteht kein Anlass, diese ausnahmsweise ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen (vgl. § 15 Abs. 1 SpruchG).

183

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin kommt nach der Regelung des § 15 Abs. 2 SpruchG grundsätzlich weder für die erste noch für die zweite Instanz in Betracht. Die Anträge der Minderheitsaktionäre auf Festsetzung einer höheren Abfindung und/oder eines höheren Ausgleichs sind in beiden Instanzen erfolglos geblieben. Es erscheint daher angemessen, dass die Antragsteller ihre außergerichtlichen Kosten selbst tragen. Dies gilt aufgrund des eindeutigen Verfahrensausgangs auch unter Berücksichtigung des vorhandenen Informationsungleichgewichts zwischen den Antragstellern einerseits und der Antragsgegnerin andererseits und dem durch die Durchführung des Spruchverfahrens gesteigerten Erkenntnisgewinns (vgl. ausführlich Senat, Beschluss vom 11.03.2020 - 31 Wx 341/17, GWR 2020, 221).

184

Soweit durch die Antragsteller gegen die landgerichtliche Entscheidung Beschwerde eingelegt wurde, kann vor diesem Hintergrund die gegenteilige Kostenentscheidung des Landgerichts durch den Senat abgeändert werden. Eine vollständige Abänderung ist hingegen angesichts der vorliegenden verfahrensrechtlichen Situation nicht möglich. Die Antragsgegnerin hat keine eigenständige bzw. Anschlussbeschwerde gegen die (Kosten-)Entscheidung des Landgerichts eingelegt. Daher sind die Antragsteller, die die landgerichtliche Entscheidung akzeptiert und ihrerseits keine Beschwerde eingelegt haben auch am hiesigen Beschwerdeverfahren nicht beteiligt (vgl. Senat, Beschluss vom 03.12.2020 - 31 Wx 330/16, BeckRS 2020, 34436 Rn. 32; BeckOGK/Drescher, a.a.O. § 12 Rn. 19; a.A. Heidel/Krenek, a.a.O. § 12 Rn. 10). Eine Abänderung der sie betreffenden Kostenentscheidung ist daher nicht möglich. Gleiches gilt für diejenigen Antragsteller, die zwar zunächst Beschwerde eingelegt, diese zwischenzeitlich aber wieder zurückgenommen haben. Auch diese Antragsteller sind am Verfahren nicht mehr beteiligt und die ihnen gegenüber getroffene Kostenentscheidung kann nicht mehr abgeändert werden. Im Übrigen (also in Bezug auf die beschwerdeführenden Antragsteller) kann das Beschwerdegericht die Kostenentscheidung von Amts wegen entsprechend abändern. Dem steht insbesondere nicht das Verbot der reformatio in peius entgegen. Dieses ist auf die Kostengrundentscheidung, die das Gericht von Amts wegen trifft, nicht anwendbar (vgl. Keidel/Sternal, a.a.O. § 69 Rn. 18; Bumiller/Harders/Schwamb/Bumiller, 12. Aufl. <2019> FamFG, § 84 Rn. 5), worauf die Beteiligten vorab auch ausdrücklich hingewiesen wurden (vgl. Hinweisbeschluss v. 16.08.2021, Bl. 2844/2855 d.A.).

185

In Bezug auf den Beteiligten zu 7), der die landgerichtliche Entscheidung ausdrücklich nur hinsichtlich des Ausgleichs, nicht aber hinsichtlich der Abfindung angegriffen hat, war unter Anwendung dieser Grundsätze eine differenzierende Entscheidung zu treffen. Angesichts der Tatsache, dass Abfindung und Ausgleich als grundsätzlich gleichwertige Kompensationsleistungen anzusehen sind, erschien hier eine hälftige Übernahme sachgerecht.

186

II. Die Festsetzung des Geschäftswerts für die Gerichtsgebühren beruht auf § 74 S. 1 GNotKG. Da es letztlich zu keiner Erhöhung der Abfindung und/oder des Ausgleichs gekommen ist, ist der Mindestgeschäftswert anzusetzen (vgl. BeckOGK/Drescher, a.a.O., § 15 Rn. 11). Dieser ist, auch wenn vorliegend zwei verschiedene Kompensationsarten angegriffen wurden, nur einmalig anzusetzen. Nach h.M. ist stets nur auf den höheren Wert abzustellen, eine Addition beider Werte findet nicht statt (MüKoAktG/Kubis, a.a.O., § 15 Rn. 5; Emmerich/Habersack/Emmerich, a.a.O., § 15 Rn. 7; Hölters/Simons, a.a.O. § 15 Rn. 5 m.w.N.; a.A. Heidel/Krenek, a.a.O. § 15 Rn. 7). Es ist nicht ersichtlich, warum beim Ansatz des Mindestgeschäftswertes etwas anderes gelten sollte. Dieser Geschäftswert ist nach § 6 Abs. 2 S. 3 SpruchG auch als maßgeblicher Gegenstandswert für die Vergütung der gemeinsamen Vertreterin heranzuziehen.

III. Die Rechtsbeschwerde war im Hinblick auf die bislang höchstrichterlich nicht geklärte Rechtsfrage, ob es für die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG einer Ertragswertberechnung bedarf oder ob auch hier auf den Börsenwert als Schätzgrundlage zurückgegriffen werden kann, zuzulassen. Dies gilt sowohl für die Frage der Bestimmung des Unternehmenswertes an sich als auch im Hinblick auf die Entscheidung des Kammergerichts für die Frage des Verrentungszinssatzes. Darüber hinaus schließt sich der Senat der Rechtsauffassung des OLG Frankfurt an und beschränkt die Zulassung aufgrund der Gefahr sich widersprechender Entscheidungen nicht auf den Ausgleich nach § 304 AktG, sondern bezieht die Kompensationsart der Abfindung nach § 305 AktG trotz der bereits vorhandenen Rechtsprechung zur Eignung einer marktorientierten Betrachtungsweise in seine Zulassungsentscheidung mit ein.