

Beglaubigte Abschrift

Oberlandesgericht München

Az.: 31 Wx 415/16
5 HK.O 9122/14 LG München I



In Sachen

wegen Barabfindung

erlässt das Oberlandesgericht München - 31. Zivilsenat - durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht den Richter am Oberlandesgericht und die Richterin am Landgericht am 16.10.2018 folgenden

Beschluss

- I. Die Beschwerden der Antragsteller zu 1), 2), 4), 5), 10), 13)-16), 25), 50), 64) und 69) werden zurückgewiesen.
- II. Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin. Auslagenerstattung findet nicht statt.
- III. Der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren wird auf € 669.030,90 festgesetzt.

Gründe:

I.

Gegenstand des Verfahrens ist die Angemessenheit der Barabfindung nach Ausschluss der Minderheitsaktionäre im Rahmen eines sog. verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Outs.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Advanced Inflight Alliance AG (im Folgenden: AIA AG), deren Grundkapital € 24.052.493 betrug, welches in 24.052.493 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt war. Die Aktien waren teilweise (18.797.323) zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen, im Übrigen wurden sie im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, München, Stuttgart und London gehandelt.

Die AIA AG war als größter globaler Anbieter von Unterhaltungsinhalten an Bord von Flugzeugen selbst nicht operativ tätig, sondern fungierte als Holding eines Konzerns von insgesamt 23 in- und ausländischen Tochtergesellschaften, an denen sie jeweils (mittelbar oder unmittelbar) zu 100 % beteiligt war.

Darüber hinaus war die AIA AG ein Tochterunternehmen der Antragsgegnerin, _____, zum damaligen Zeitpunkt noch AG (im Folgenden: _____), welche der US-amerikanischen börsennotierten _____ (im Folgenden: _____) angehörte und zuletzt 22.598.078 Aktien der AIA AG hielt, was einem Anteil am Grundkapital von rund 93,95 % entsprach.

Am 31.07.2013 gab die AIA AG mittels ad hoc-Mitteilung die Absicht des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-outs der Minderheitsaktionäre bekannt.

Am 19.12.2013 schlossen die AIA AG und _____ einen Verschmelzungsvertrag, wonach die AIA AG ihr Vermögen als Ganzes ohne Abwicklung einschließlich der Aktien der Minderheitsaktionäre auf _____ übertrug.

Die Hauptversammlung der AIA AG beschloss am 21.02.2014, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen die Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 7,63 je Aktie auf die Antragsgegnerin zu übertragen. Der Beschluss über die Verschmelzung und das Squeeze out wurden am 15.04.2014 in das Handelsregister der AIA AG eingetragen und am 16.04.2014 bekanntgemacht. Die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der _____ erfolgte am 17.04.2014.

Die von der Antragsgegnerin mit der Bewertung der AIA AG beauftragte _____ (im Folgenden: die Bewerferin) ermittelte in ihrer gutachterlichen Stellungnahme vom 11.12.2013 (Anl. AG 2) unter Anwendung der Ertragswertmethode einen Unternehmenswert von € 176.667.000 bzw. € 7,35 je Aktie.

Dabei ging sie von einer Detailplanungsphase 2014 bis 2016 aus und bildete für die Zeit ab 2017 die ewige Rente ab. Sie setzte bei der Kapitalisierung der künftigen Überschüsse zunächst einen Basiszinssatz von 2,75 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde in den Planjahren auf 5,7 %, 5,8 % und 5,9% und in der ewigen Rente auf 5,9 % festgesetzt. Ausgangspunkt dieser Berechnung waren eine Marktrisikoprämie von 5,5 % und aus einer Peer Group abgeleitete periodenspezifische Betafaktoren von rund 1,1. In der Ewigen Rente ging die Bewerferin darüber hinaus von einem Wachstumsabschlag von 1 % aus. Sonderwerte wurden in Höhe von € 29.714.000,00 und eine Überschussliquidität in Höhe von €

13.645.000,00 angesetzt. Daraus ergaben sich für die Planjahre 2014 bis 2016 Kapitalisierungszinssätze von 7,8 % bis 7,9 %. Ab dem Geschäftsjahr 2017 wurde mit einem Kapitalisierungszinssatz von 6,9 % diskontiert. Als Untergrenze zog die Bewerterin sodann noch den Börsenkurs heran, welcher sich durchschnittlich in den drei Monaten vor Bekanntgabe der Maßnahme am 31.07.2013 auf € 5,56 je Aktie belief.

Die gerichtlich bestellte Abfindungsprüferin

(später) billigte im Prüfbericht vom 13.12.2013 (Anl. AG 3) den von der Bewerterin ermittelten Unternehmenswert und hielt die festgelegte Barabfindung von € 7,35 je Aktie für angemessen.

Aufgrund einer Erhöhung des Börsenkurses der korrigierte die Bewerterin am 21.02.2014 die Höhe der angemessenen Barabfindung auf € 7,63 je Aktie (Anl. AG 8). Die Abfindungsprüferin bestätigte mit Erklärung vom selben Tag die Angemessenheit dieses erhöhten Betrages (Anl. AG 9).

79 Antragsteller haben die festgelegte Barabfindung als zu niedrig angegriffen und die gerichtliche Festsetzung einer über € 7,63 je Aktie hinausgehenden angemessenen Barabfindung verlangt.

Das Landgericht hat in der mündlichen Verhandlung vom 30.04.2015 und 14.08.2015 den Mitarbeiter der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin, angehört und weitere schriftliche ergänzende Stellungnahmen eingeholt. Auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung (Bl. 246/275, 302/329 d.A.) sowie die ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüferin vom 02.06.2015 (Bl. 281/298 d.A.) und 19.10.2015 (Bl. 368/382 d.A.) wird Bezug genommen.

Mit Beschluss vom 25.04.2016 hat das Landgericht die an die ehemaligen Aktionäre der AIA AG zu leistende Barabfindung auf € 8,09 je Aktie erhöht. Dabei folgte das Landgericht grundsätzlich der Bewertung auf Basis der Ertragswertmethode durch die Bewerterin und Abfindungsprüferin, senkte aber im Rahmen der Diskontierung die Marktrisikoprämie von 5,5 % auf 5,0 % ab. Auf die Ausführungen im Beschluss (Bl. 484/596 d.A.) wird Bezug genommen.

Gegen diese Entscheidung richten sich die Beschwerden der Antragsteller zu 1), 2), 4), 5), 10), 13)-16), 25), 50), 64) und 69). Sie wiederholen und vertiefen im Wesentlichen die bereits erstinstanzlich erhobenen Rügen gegen die Bewertung. Sie rügen darüber hinaus insbesondere, dass die Absenkung der Marktrisikoprämie von 5,5 % auf 5,0 % nicht ausreichend sei. Vielmehr sei eine Absenkung auf höchstens 4,5 %, wenn nicht sogar deutlich darunter vorzunehmen. Der Basiszinssatz habe nicht (auf-)gerundet werden dürfen und der Beta-Faktor sei angesichts eines zu

langen Referenzzeitraums nicht zutreffend abgebildet. Ferner sei der Wachstumsabschlag in der ewigen Rente jedenfalls nicht sofort mit 1 % anzusetzen, sondern eine gewisse Konvergenzphase anzunehmen. Auch die Sonderwerte seien zu niedrig angesetzt. Auf die Ausführungen in den jeweiligen Beschwerdebegründungen und ergänzenden Schriftsätzen wird Bezug genommen.

Das Landgericht hat den Beschwerden mit Beschluss vom 01.09.2016 (Bl. 663/665 d.A.) nicht abgeholfen und die Akten dem Oberlandesgericht vorgelegt.

II.

Die Beschwerden sind zulässig, insbesondere fristgerecht eingelegt, aber nicht begründet. Das Landgericht hat zu Recht eine Barabfindung von € 8,09 je Aktie festgesetzt.

Gemäß §§ 62 Abs. 5 S. 1 UmwG, 327a AktG muss den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären eine angemessene Barabfindung gewährt werden.

1. Das Eigentumsgrundrecht (Art. 14 Abs. 1 GG) gebietet es, einen vollständigen wirtschaftlichen Ausgleich für die Beeinträchtigung der vermögensrechtlichen Stellung der Anteilshaber des übertragenden Rechtsträgers zu gewähren. Hierzu muss der "wirkliche" oder "wahre" Wert des Anteilseigentums widerspiegelt werden (BVerfG, Beschl. v. 24.05.2012 - 1 BvR 3221/10; BGHZ 208, 265-278, Rn. 23).

Als Untergrenze für die Bestimmung des Unternehmenswerts kann dabei jedenfalls bei börsennotierten Gesellschaften auf den Börsenkurs zurückgegriffen werden. Eine geringere Abfindung 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 (BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94; BVerfG, Beschl. v. 26.04.2011 - 1 BvR 2658/10).

Darüber hinaus bzw. in Konstellationen, in denen ein Börsenwert nicht herangezogen werden kann, schreibt Art. 14 Abs. 1 GG hingegen nicht vor, nach welcher Methode dieser „wahre“ Wert ermittelt werden muss. 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 Tatsachen-

feststellung 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 (BGHZ 207, 114-135, Rn. 12; BGHZ 208, 265-278, Rn. 14). Entscheidend ist demnach allein, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre grundsätzlich anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist, was bei der hier angewandten Ertragswertmethode, bei welcher im Rahmen einer Prognoseentscheidung die zukünftigen Erträge der Gesellschaft ermittelt werden, grundsätzlich zu bejahen ist (BGHZ 207, 114-135, Rn. 33 ff.).

Es ist jedoch auch zu berücksichtigen, dass es einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens nicht geben kann (BGHZ 207, 114-135, Rn. 36). Jede in die Zukunft gerichtete Prognose beinhaltet naturgemäß gewisse Unsicherheiten, die allerdings auch im Hinblick auf das Gebot des effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Es muss dementsprechend eine gewisse Bandbreite von Werten als (noch) angemessen angesehen werden und eine bare Zuzahlung bzw. eine Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist. Das Gericht ist in diesem Zusammenhang insbesondere auch nicht gehalten, nach dem Meistbegünstigungsprinzip die Bewertungsmethode oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung ergibt. Wenn jede rechnerische Zwischengröße in diesem Sinne zu Gunsten der Aktionäre bestimmt werden würde, käme es im Ergebnis zu einer derartigen Kumulation von Günstigkeitsentscheidungen, dass der „wirkliche“ Wert sicherlich nicht mehr abgebildet werden würde (vgl. BVerfG, Beschl. v. 26.04.2011 - 1 BvR 2658/10, Rn. 23; OLG Düsseldorf, Beschl. v. 15.08.2016 - I-26 W 17/13; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11).

2. Das Landgericht hat die von der Bewerterin angesetzten und von der Abfindungsprüferin gebilligten für die Ertragswertermittlung des betriebsnotwendigen Vermögens herangezogenen Planannahmen zu Recht nicht korrigiert.

Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung der Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist. Die Planung ist in erster Linie Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen und ist nur eingeschränkt darauf hin überprüfbar, ob sie auf zutreffenden Informationen und

realistischen Annahmen beruht, mithin plausibel und auch nicht widersprüchlich ist. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (BVerfG, Beschl. v. 24.05.2012 - 1 BvR 3221/10, Rn. 30; OLG München, Beschl. v. 14.07.2009 - 31 Wx 121/06, Rn. 12).

Insofern sind auch Vergleiche mit Gutachten und Prüfgerichten aus anderen Spruchverfahren allenfalls eingeschränkt möglich. Selbst wenn es sich um grundsätzlich vergleichbare Fallkonstellationen handeln sollte – was angesichts der Komplexität der jeweiligen Fallgestaltung höchst fraglich erscheint – können dort andere Planannahmen zugrunde gelegt worden sein, ohne dass die eine oder andere Planung für sich genommen unplausibel oder widersprüchlich wäre.

Hieran gemessen waren vorliegend Korrekturen an den Planannahmen nicht veranlasst.

a) Zunächst ist das Landgericht zu Recht nicht von einem höheren Umsatzwachstum bei der AIA AG ausgegangen.

aa) Soweit in diesem Zusammenhang beschwerdeseits gerügt wird, das Landgericht würdige die Stellung der AIA AG als Marktführer nicht in ausreichendem Umfang, kann dem nicht gefolgt werden. Das Landgericht hat diese Stellung unter Beachtung der konkreten Marktbesonderheiten (begrenzte Zahl von Vertragspartnern, die für sich genommen eine starke Marktposition haben, weiterer großer Mitbewerber vorhanden, Veränderungen in der Branche, etc.) durchaus berücksichtigt. Den Ausführungen im Beschluss (S. 37 f., Bl. 521 f. d.A.) wird zugestimmt.

bb) Darüber hinaus ist es nicht zutreffend, dass das Landgericht einerseits eine theoretische negative Entwicklung dahingehend berücksichtige, dass auf längere Sicht weitere Wettbewerber in den Markt drängten, ohne dass dies bereits konkret vorhersehbar sei, andererseits aber keinen theoretischen Umsatzwachstum durch – ebenfalls noch nicht konkret vorhersehbare – Zukäufe in seine Überlegungen einfließen lasse.

Das Landgericht hat lediglich im Zusammenhang mit der Marktführerstellung der AIA AG und den Besonderheiten des hier relevanten Marktes ausgeführt, dass „auf längere Sicht der Eintritt weiterer Wettbewerber in den Markt“ beachtet werden müsse (Beschluss S. 38, Bl. 522 d.A.). Dies stellt keinen (einseitigen) Verstoß gegen die Wurzeltheorie dar. Aus den ergänzenden Ausführungen der Abfindungsprüferin in ihrer schriftlichen Stellungnahme vom 02.06.2015 (S. 5, Bl. 289 d.A.) ergibt sich, dass der Eintritt weiterer Wettbewerber in den Markt auf die sich stetig verändernde Produktlandschaft zurückzuführen ist. In diesem Zusammenhang hat schon die Bewerte-

rin in ihrer Stellungnahme vom 11.12.2013 (S. 49, Anl. AG 2) erläutert, dass die technologische Entwicklung und Marktreife neuer Unterhaltungslösungen die Eintrittsbarrieren in den hier zu beurteilenden Markt verringern und damit weitere Wettbewerber anziehen könne. Es wurde mithin lediglich die fortlaufende Weiterentwicklung der Medien- und Unterhaltsbranche und damit verbunden eine Aus- und Aufweitung des Marktes berücksichtigt, nicht jedoch wurden weitere - bis dato nicht erkennbare - Unternehmen mit demselben Befätigungsfeld wie dem der AIA AG ins Spiel gebracht.

Etwaige Zukäufe von weiteren Unternehmen zu berücksichtigen, würde hingegen einen klaren Verstoß gegen die Wurzeltheorie darstellen. Diese besagt, dass in die Prognose nur solche Ereignisse einfließen dürfen, die am Stichtag zumindest in ihrem Kern angelegt und erkennbar sind (*Veil*, in Spindler/Stilz AktG, 3. Aufl. 2015, § 305, Rn. 78; BGHZ 138, 136, 140). Beschwerdeseits wird in diesem Zusammenhang selbst ausgeführt, dass die Zukäufe aus den Jahren 2011 - 2013 bei Erstellung der jeweiligen Jahresplanungen noch nicht vorhersehbar waren. Sie durften damit keine Berücksichtigung finden. Daran ändert auch der Umstand nichts, dass die Übernahme geeigneter Wettbewerber zum Geschäftsmodell der AIA AG gehörte. Diese Aussage ist derart pauschal, dass sie nicht zur Beurteilung herangezogen werden kann. Gleiches gilt für die Tatsache, dass in der Vergangenheit weitere Tochtergesellschaften akquiriert wurden, durch die Umsatzeinbußen aufgrund von Kundenverlusten ausgeglichen wurden. Hieraus lassen sich keinerlei Rückschlüsse über konkrete weitere Zukäufe in der Zukunft ziehen.

cc) Darüber hinaus ist nicht ersichtlich und auch nicht konkret vorgetragen, aus welchen sonstigen Gründen die Umsatzplanung der AIA AG als zu gering eingestuft worden sei. Es sei ergänzend darauf hingewiesen, dass die Prüferin in diesem Zusammenhang sogar von einer ambitionierten Planung spricht (Prüfbericht S. 39).

b) Auch die Rüge der Beschwerdeführer betreffend die unzureichende Berücksichtigung von Synergieeffekten hat keinen Erfolg. Das Landgericht hat mit zutreffender Begründung dargelegt, dass und warum vorliegend keine (unechten) Synergien, also solche, die sich auch ohne die Strukturmaßnahme hätten realisieren lassen, unberücksichtigt geblieben sind (Beschluss S. 51 ff., Bl. 535 ff. d.A.). Diesen Ausführungen schließt sich der Senat an.

Die Beschwerdeführer weisen in diesem Zusammenhang darauf hin, dass das Fehlen unechter Synergieeffekte mittlerweile durch die Realität widerlegt sei. Diese Argumentation ist jedoch mit dem geltenden Stichtagsprinzip nicht vereinbar. Grundsätzlich erfolgt die Schätzung der zukünftigen Erträge auf Grundlage einer ex-ante Betrachtung des maßgeblichen Stichtags (hier:

21.02.2014) Die Richtigkeit dieser Prognose kann nicht ex-post dahingehend überprüft werden, ob sie sich tatsächlich verwirklicht hat. Nur ausnahmsweise, wenn die Entwicklung am Stichtag bereits angelegt und absehbar war (Wurzeltheorie), können spätere Ereignisse berücksichtigt werden. Rein spekulative Hoffnungen oder Befürchtungen bleiben hingegen außen vor (BGHZ 138, 136, 140; *Veil*, in Spindler/Stilz AktG, 3. Aufl. 2015, § 305, Rn. 78; Steinle/Liebert/Katzenstein, Münchner Handbuch des Gesellschaftsrechts Bd. 7, 5. Aufl. 2016, § 34 SpruchG, Rn. 124; Großfeldt, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2012, Rn. 315). Der Kammer erschließt sich nicht, wie sich eine solche Verwurzelung bezogen auf den o.g. Stichtag aus dem Geschäftsbericht der für das Jahr 2015 ergeben soll. Es handelt sich hierbei um eine ex-post Betrachtung der Verschmelzung und die dortigen Formulierungen wie „and the opportunity to generate future savings through synergies with existing business“ sind derart pauschal, dass ihr konkrete in der Wurzel bereits angelegte Synergieeffekte nicht entnommen werden können. Im Übrigen dürfte es sich bei der dort angesprochenen „integration and formal restructuring“ um echte Synergien (solche, die sich erst durch die Strukturmaßnahme selbst ergeben) handeln, die aufgrund des stand-alone Grundsatzes gerade nicht berücksichtigt werden dürfen (vgl. BGHZ 138, 136, aaO; Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO, Rn. 133; Großfeldt; aaO Rn. 330 ff.). Auch aus dem weiteren Vorbringen sind keinerlei konkrete - unechte - Synergieeffekte ersichtlich, die hätten Berücksichtigung finden müssen.

3. Auch die Rügen der Beschwerdeführer gegen die Diskontierung bleiben erfolglos.

a) Der einheitliche Basiszinssatz von 2,75 % vor Steuern ist nicht zu beanstanden.

Als Basiszinssatz ist der aus Sicht des Stichtags auf Dauer zu erzielende, von kurzfristigen Einflüssen bereinigte Nominalzinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen heranzuziehen. Die Herleitung aus Zinsstrukturdaten ist eine anerkannte und auch vom Senat für geeignet erachtete Methode zur Ermittlung des Basiszinssatzes (Beschl. v. 18.02.2014 - 31 Wx 211/13, AG 2014, 453 Rn. 19 nach juris).

Die Rundung auf 1/4-Prozentpunkte - die sich im Übrigen je nach Fallgestaltung auch positiv für die Antragsteller auswirken kann - ist üblich und zulässig. Der Basiszinssatz dient, wie die übrigen im Rahmen der Bewertung verwendeten Größen auch, lediglich dazu, die Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermöglichen. Soweit in diesem Zusammenhang eine Rundung von Zwischenwerten vorgenommen wird, spiegelt dies lediglich die o.g. Prämisse wider, nämlich, dass es sich um keinen mit mathematischer Genauigkeit errechneten Wert handelt, sondern um einen Schätzwert (OLG Karlsruhe, Beschl. v. 01.04.2015 - 12a W 7/15, BeckRS 2015, 09001, Rn. 77 ff., nach

beck-online). Darüber hinaus sei nochmals darauf hingewiesen, dass es keinerlei verfassungsrechtlichen Grundsatz gibt, der besagt, dass zur Bestimmung des "wahren" Wertes die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen ist. Gewisse Vereinfachungen sind bereits aus Gründen der Rechtssicherheit hinzunehmen.

Auch in der seitens der Beschwerdeführer zitierten Entscheidung des OLG Frankfurt, in der tatsächlich von einer Rundung abgesehen wird, heißt es im Übrigen lediglich, dass eine solche Rundung „nicht geboten“ sei und einer „zwingenden Rechtfertigung“ entbehre (OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2007 - 21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278). Dass sie sich aus grundsätzlich verblete, ist der Entscheidung hingegen nicht zu entnehmen.

Soweit beschwerdeseits in diesem Zusammenhang weiter ausgeführt wird, dass es sich schon bei dem hier zu Grunde zu legenden Dreimonatsdurchschnittswert um eine Rundung handele und daher jede weitere Rundung willkürlich und zufällig sei, kann dem nicht gefolgt werden. Um kurzfristige Marktschwankungen auszugleichen, ist es erforderlich, nicht allein auf den Stichtag, sondern auf einen gewissen Zeitraum abzustellen (so i.Ü. auch die beschwerdeseits zitierten Entscheidungen des OLG Frankfurt). Dabei wird aus mathematischer Sicht jedenfalls an dieser Stelle gerade nicht gerundet, sondern der exakte Mittelwert errechnet.

b) Die vom Landgericht angenommene Marktrisikoprämie von 5,0 % (nach persönlichen Steuern) ist ebenso wenig zu beanstanden.

Die Marktrisikoprämie von 5,0 % (nach persönlichen Steuern) bildet für den vorliegenden Stichtag 21.02.2014 das allgemeine Marktrisiko besser ab als eine solche von 5,5 %, wie von der Bewerterin und der Abfindungsprüferin zugrunde gelegt. Insofern hat das Landgericht die Marktrisikoprämie zutreffend abgesenkt. Weitere Ausführungen zu der beschwerdeseits vorgelegten Anlage BF5 und der Frage, warum seitens der Bewerterin bzw. Prüferin stattdessen eine Marktrisikoprämie von 5,5 % empfohlen wird, erübrigen sich an dieser Stelle.

Eine weitere Absenkung wie beschwerdeseits gefordert, war hingegen nicht veranlasst.

Die Marktrisikoprämie stellt die Differenz zwischen der erwartungsgemäßen Marktrendite und dem Basiszins dar (Großfeldt, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2012, Rn. 801). Sie kann wie die übrigen Größen auch nur durch eine - stets mit Unsicherheiten behaftete - Schätzung ermittelt werden, wobei an dieser Stelle besonders deutlich wird, dass es sich um eine in Wirtschaftsliteratur und -Praxis höchst umstrittene Größe handelt, die auch im Rahmen eines Spruchverfahrens keiner endgültigen Klärung zugeführt werden kann.

Der vorliegend angesetzte Wert bewegt sich innerhalb der Bandbreite der vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW am 19.09.2012 empfohlenen Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % (nach persönlichen Steuern), wenn auch am unteren Rand.

Regelmäßig ist anzunehmen, dass die Bandbreite der Empfehlung des FAUB des IDW als der größten Vereinigung deutscher Wirtschaftsprüfer auch angemessen für die gerichtliche Schätzung eines Unternehmenswerts ist, auch wenn das Gericht nicht an die Empfehlungen des IDW gebunden ist; es handelt sich weder um Rechtsnormen noch um etwas Ähnliches (BGHZ 207, 114 Rn. 45 nach juris).

Der FAUB des IDW hatte für Stichtage ab dem 01.01.2009 eine Bandbreite der Marktrisikoprämie (nach persönlichen Steuern) von 4,0 % bis 5,0 % empfohlen. Die Anhebung um einen ganzen Prozentpunkt ist sodann mit Empfehlung vom 19.09.2012 erfolgt. Maßgebliches Kriterium für die Erhöhung war die anhaltende Niedrigzinsphase. In den Ergebnisberichten über die Sitzungen der Folgejahre empfahl der FAUB jeweils keine weitere Anhebung. Die Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen langanhaltender niedriger Basiszinsen aufgrund der Finanzmarktkrise ist in den Wirtschaftswissenschaften und unter den Wirtschaftsprüfern umstritten. Hierzu kann auf die ausführlichen Ausführungen des Landgerichts (Beschluss S. 73 ff., Bl. 557 ff. d.A.) und die auch im vorliegenden Verfahren von beiden Seiten zitierten Veröffentlichungen und Gerichtsentscheidungen verwiesen werden. Insbesondere die zugrundeliegende Annahme gleichbleibender Gesamterwartungen der Kapitalmarktteilnehmer trotz eines erheblich gesunkenen Basiszinses und damit niedrigerer Kreditkosten ist umstritten und bislang weder wirtschaftstheoretisch noch durch fachlich anerkannte empirische Studien geklärt. Auch die beschwerdeseits ausgeführten Überlegungen hinsichtlich der Vorsteuerwerte der Marktrisikoprämie vermögen insofern keine weitere Klärung herbeizuführen.

Vor diesem Hintergrund hält es auch der Senat jedenfalls für einen Stichtag Anfang 2014 für angebracht, an der unteren Grenze der FAUB-Bandbreite zu bleiben. Zu beachten ist ferner, dass bereits die vorherige Empfehlung des FAUB von 2009 während niedriger Zinsen ausgesprochen worden war und eine Bandbreite von nur 4,0 % bis 5,0 % angab. Wie bereits das Landgericht zutreffend ausgeführt hat, bewegt sich die hier zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 5 % damit im Schnittbereich beider Empfehlungen.

Ein niedrigerer und damit außerhalb der (aktuell) empfohlenen Bandbreite liegender Wert, wie antragstellerseits begehrt, ist allerdings nicht anzunehmen. Es ist methodisch nicht zu beanstanden, sich im Rahmen des § 287 ZPO einerseits an den Empfehlungen des FAUB als eines maß-

geblichen Sachverständigengremiums zu orientieren, innerhalb der Bandbreite aber wegen der Ungeklärtheit der maßgeblichen wirtschaftlichen Zusammenhänge zurückhaltend zu bleiben.

Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer ist aus der Wertung des § 203 Abs. 1 BewG mit einer Marktrisikoprämie von 4,5 % der Ansatz einer höheren Marktrisikoprämie nicht ausgeschlossen, weil die Bewertung im vereinfachten Ertragswertverfahren nicht mit der Bewertung nach der Ertragswertmethode gleich gesetzt werden kann, auch wenn die darin zum Ausdruck kommende gesetzgeberische Wertung nicht außer Acht gelassen werden soll. Insofern kann erneut auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts verwiesen werden (Beschluss S. 76 f., Bl. 560 f. d.A.)

Eine niedrigere Marktrisikoprämie ist entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer auch nicht aus den Gutachten bzw. Studien der Prof. Stehle und Prof. Großfeld zur Überzeugung des Senats begründbar, schon weil sie andere Zeiträume betrafen und damit auf die vorliegende Konstellation nicht ohne weiteres übertragbar sind. Im Übrigen verbleibt es bei den bereits erläuterten bestehenden Ungewissheiten. Auch Prof. Stehle macht in seinem jüngsten Gutachten aus 04/2016 deutlich, dass noch viele Fragen ungeklärt sind (Anl. BF 9 S. 11).

Ferner trifft es auch nicht zu, dass das LG München I bzw. der Senat mit jedem Beschluss ohne sachlichen Grund eine höhere Marktrisikoprämie ansetzen würden. Es seien beispielhaft nur die Verfahren 5 HK O 5593/14 (31 Wx 122/16), 5 HK O 5781/15 (31 Wx 79/17) und 5 HK O 16371/13 (31 Wx 382/15) genannt, in welchen das LG München I bei den Stichtagen 06.06.2013, 28.11.2013 und 19.12.2014 ebenfalls von einer Marktrisikoprämie von 5 % ausgegangen ist. Der Senat ist in sämtlichen Fällen dieser Auffassung gefolgt. Dass dabei zum Teil ein niedrigerer Basiszinssatz zur Anwendung gelangt ist, mag zutreffend sein, ist aber schlicht den unterschiedlichen Stichtagen geschuldet. Eine Abweichung des Senats von den jeweiligen IDW-Empfehlungen betreffend die Marktrisikoprämie kann jedenfalls nicht festgestellt werden. Zuletzt ist der Senat im Verfahren 31 Wx 294/14 mit Stichtag am 13.08.2012 (also kurz vor der neuen IDW-Empfehlung) von einer Marktrisikoprämie von unter 5 % ausgegangen. Auch die beschwerdeseits zitierten Entscheidungen des Senats 31 Wx 278/13 - Beschl. v. 11.09.2014 und 31 Wx 211/13 - Beschl. v. 18.02.2014 betreffen Bewertungsstichtage in den Jahren 2010 und 2011 und können daher zum Vergleich mit dem vorliegenden Verfahren nicht herangezogen werden.

Auch in der Rechtsprechung weiterer Obergerichte ist eine geringere Festsetzung der Marktrisikoprämie für den Zeitraum ab September 2012 nicht erkennbar. Das OLG Frankfurt erachtete beispielsweise für einen Stichtag im Dezember 2012 eine Marktrisikoprämie von 5,0 % als ange-

messen (OLG Frankfurt, Beschl. v. 08.09.2016 – 21 W 36/15 Rn. 58 ff., nach juris). Für Stichtage im Jahr 2013 haben indes zwischenzeitlich das OLG Frankfurt, (Beschl. v. 26.0.10217 - 21 W 75/15 Rn. 70 ff., nach juris) und jüngst auch das OLG Düsseldorf (Beschl. v. 30.04.2018 - I-26 W 4/16, BeckRS 2018, 15464, Rn. 39-43) eine Marktrisikoprämie von 5,5 % gebilligt.

c) Der (verschuldete) Betafaktor von rund 1,1 bedarf keiner Korrektur. Es ist nicht zu beanstanden, dass er aus einer Peer Group ermittelt wurde, weil für ein unternehmenseigenes Beta die Aktie der AIA AG keine ausreichende Liquidität aufwies. Inwiefern stattdessen „allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko“ zur Bestimmung des Betafaktors hätten herangezogen werden können, erschließt sich dem Senat nicht.

Beschwerdeseits wird im Zusammenhang mit der Peer Group hauptsächlich gerügt, dass der Referenzzeitraum von fünf Jahren zu lang sei bzw. jedenfalls in Bezug auf die unterschiedlichen Branchen differenziert hätte betrachtet werden müssen. Dies hat das Landgericht auch getan. Es hat mit zutreffender Begründung ausgeführt, dass sowohl für die Luftfahrtindustrie als auch für die Film- und Spielindustrie ein Fünf-Jahres-Zeitraum angemessen sei (Beschluss S. 82 f., Bl. 506 f. d.A.). Etwaige Strukturbrüche insbesondere in der Film- und Spielbranche, die den Beta-Faktor in der Fünf-Jahres-Betrachtung hätten verzerren können, sind vorliegend weder konkret vorgetragen noch sonst ersichtlich. Soweit beschwerdeseits formuliert wird, dass sich „das spezifische Risiko um so mehr dem allgemeinen Risiko $\beta=1$ annähert, je breiter man die Datenbasis wähle“, kann dem nicht gefolgt werden. Bei der Betrachtung eines längeren Zeitraums geht es nicht darum, spezifische Risiken zu glätten, sondern vielmehr äußere Effekte wie Marktverwerfungen etc. herauszufiltern und damit tatsächlich nur das spezifische Risiko abzubilden, also gerade für mehr statistische Validität zu sorgen.

d) Auch der durchgängig mit 1 % in Ansatz gebrachte Wachstumsabschlag in der ewigen Rente ist nachvollziehbar begründet und als angemessen anzusehen.

Die Rüge der Beschwerdeführer gerade im Hinblick auf das hohe Wachstum in der Detailplanungsphase müsse der Wachstumsabschlag in der ewigen Rente langsam abschmelzen, verkennt die Struktur dieses Zuschlages.

Mit dem Wachstumszuschlag soll das künftige Wachstum eines Unternehmens in der Phase der ewigen Rente abgebildet werden, das - anders als in der Detailplanungsphase - nicht bereits bei der Prognose der finanziellen Überschüsse erfasst ist (Dröschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2012, S. 313 ff.; Großfeldt, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2012, Rn. 1054 ff.). Das künftige Wachstum ergibt sich grund-

sätzlich aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage, sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. In den Planjahren sind diese Wachstumspotentiale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet. Im Rahmen der ewigen Rente wird hingegen eine vollständige Ausschüttung der operativen Ergebnisse über Dividenden und die fiktive Zurechnung der thesaurierten Beträge angenommen. Als Wachstumspotential verbleibt damit denklogisch nur die branchenübliche Preissteigerung, wobei diese, wie das Landgericht zutreffend ausgeführt hat, nicht mit der allgemeinen Inflationsrate gleichzusetzen ist, sondern abhängig von der individuellen Situation des Unternehmens zu beurteilen ist. Insofern ist auch der Verweis auf andere Spruchverfahren betreffend andere Unternehmen in anderen Branchen wenig zielführend.

Der Wachstumsabschlag trägt dabei dem Umstand Rechnung, dass sich die Inflation bei festverzinslichen Wertpapieren anders auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Bei erster enthält der Zins eine Geldentwertungsprämie, während ein Unternehmen lediglich die Möglichkeit hat, die Geldentwertung (zum Teil) etwa durch Preiserhöhungen aufzufangen (*Veil*, in Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 305 Rn. 93).

Es ist daher zum einen grundsätzlich nicht zu beanstanden, dass das künftige Wachstum in der ewigen Rente nicht langsam abschmilzt, sondern unmittelbar auf 1 % festgesetzt wird. Dies bedeutet nicht, dass etwaige potentielle Wachstumsmöglichkeiten (z.B. auf überregionalen Märkten) nicht berücksichtigt wurden, sondern trägt lediglich der im Vergleich zu den Planjahren im Rahmen der ewigen Rente anderen Darstellung bzw. Zuordnung von künftigem Wachstum Rechnung.

Zum anderen ist vorliegend auch nicht ersichtlich, dass im konkreten Fall der Umfang der Abwälzung der Preissteigerung verkannt wurde. Insofern wird auf die zutreffenden Ausführungen des Landgerichts verwiesen. (Beschluss S. 89 f., Bl. 573 f. d.A.). Diesen Ausführungen schließt sich der Senat an.

In diesem Zusammenhang überzeugt auch die Argumentation der Beschwerdeführer, es würde niemand auf seinem Smartphone einen Film anschauen, wenn bei einem Langstreckenflug ein wesentlich größerer Monitor zur Verfügung gestellt werde, nicht. Warum die im Flugzeug bereitgestellten Monitore zwangsläufig größer sein sollten, als die eigenen Smartphones, Tablets, Laptops, etc. ist nicht ersichtlich und auch die zur Verfügung stehenden Inhalte dürften in vielen Fällen bereits angesichts der vorhandenen Streaming-Dienste stark variieren und damit die eigenen Geräte vorzugswürdig erscheinen lassen.

e) Es ist auch unzutreffend, dass im Rahmen der Diskontierung z.T. mit falschen Zahlen gerechnet wurde. Das Landgericht hat insofern lediglich einen Schreibfehler der Bewerterin übernommen, die Berechnungen selbst erfolgten hingegen mit den richtigen Werten. Wie sich rechnerisch aus der Tabelle auf S. 73 des Bewertungsgutachtens ergibt, beläuft sich die „fiktive Zurechnung von Thesaurierung nach pers. Ertragsteuern“ ab 2017 nicht wie angegeben auf T€ 4.702, sondern tatsächlich auf T€ 4.799 (T€ 8.787 - T€ 3.988). Mit diesem Betrag wurde sodann auch richtigerweise weiter gerechnet (Gutachten S. 84).

4. Auch die Sonderwerte im Rahmen des nicht betriebsnotwendige Vermögen wurden zutreffend angesetzt.

a) Dabei ist es zunächst nicht zu beanstanden, dass das Landgericht, der Gutachterin und die Abfindungsprüferin folgend, für die Ermittlung des Wertes der -Aktien auf einen Referenzzeitraum von drei Monaten zurückzugreifen und gerade nicht, wie beschwerdeseits gefordert, auf den Stichtag allein bzw. nur einen Zeitraum von maximal einigen Tagen abgestellt hat.

Zutreffend wurde in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass das Abstellen auf einen längeren Zeitraum - auch bei einer liquiden Aktie, wie der der - nötig sei, um etwaige kurzfristige Verzerrungen des Börsenkurses auszuschließen (Beschluss S. 92 f., Bl. 576 f. d.A.). Dabei geht es nicht nur um die Frage etwaiger gezielter Manipulationen, die in der Tat vorliegend nicht festgestellt wurden, sondern allgemein um den Umstand, dass der Tageskurs aufgrund diverser äußerer Umstände (beabsichtigt oder zufälliger Natur) Schwankungen unterliegen kann, weswegen er nur bedingt dazu geeignet ist, den Wert der Aktie zutreffend abzubilden. Der in ständiger Rechtsprechung von BGH und BVerfG in Bezug auf die Bewertung der Aktie des unmittelbar von der Strukturmaßnahme betroffenen Unternehmens zugrunde gelegte Referenzzeitraum von drei Monaten ist daher auch auf die vorliegende Konstellation anwendbar. Auch hier geht es letztlich darum, den „wahren“ Unternehmenswert abzubilden.

b) Auch die Aktienoptionen der -Aktien wurden zutreffend abgebildet. Die Prüferin hat diesbezüglich eine ausführliche ergänzende Stellungnahme abgegeben und das angewandte Binomialmodell nachvollziehbar erläutert (Ergänzende Stellungnahme vom 02.06.2015, S. 11 f., Bl. 295 f. d.A.).

Der Einwand der Beschwerdeführer, der Wert der Optionen müsse mindestens \$ 6,84 je Option betragen (Stichtagskurs von \$ 17,61 abzüglich Ausübungspreis von \$ 10,77) greift nicht durch. Es wurde dargelegt, dass die Optionsausübung hier während der gesamten Laufzeit der Optionen, also bis zum 07.06.2017 möglich ist, daher konnte nicht auf einen einzigen Stichtag abge-

stellt werden, sondern es musste für unterschiedliche Zeiträume bis hin zu diesem letzten Ausübungsdatum simuliert werden, dass sich der Basiswert nach oben - aber auch nach unten - verändern kann. Hieraus wurde sodann der zugrunde gelegte Durchschnittswert gebildet.

Auch die Kritik an der mit 35 % angesetzten Volatilität vermag letztlich nicht zu überzeugen. Wie bereits eingangs erläutert wurde, handelt es sich vorliegend um eine Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO, eine auf Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmende Prognose beinhaltet. Es ist daher nicht zu beanstanden, auf die Vergänglichkeitswerte, die sich sogar nur auf 30% beliefen, zurückzugreifen. Ob andere - höhere - Werte ebenso plausibel gewesen wären, bedarf vorliegend keiner Entscheidung.

5. Zu Recht hat das Landgericht auch die Voraussetzungen für die Anordnung der Vorlage von weiteren Unterlagen nach § 7 Abs. 7 S. 1 SpruchG, hier insbesondere die Planungsunterlagen der mit ausführlicher Begründung abgelehnt (Beschluss S. 43ff., 107 ff., Bl. 527 ff., 591 ff. d.A.). Hierauf kann Bezug genommen werden.

Auch nach den Ausführungen im Rahmen der Beschwerdebegründung ist nicht ersichtlich, inwiefern die Planunterlagen der IFE entscheidungserheblich sein sollen. Es müsste sich dazu um solche Unterlagen handeln, ohne deren Kenntnis dem Gericht die richtige Entscheidungsfindung erschwert oder gar unmöglich gemacht wird, wobei sich die Frage der Erheblichkeit allein objektiv beurteilt; die Einschätzung der Antragsteller ist insofern nicht maßgeblich (*Verfürth/Schulenberg*, in *Dreier/Fritzsche/Verfürth*, SpruchG, 2. Aufl. 2016, § 7 Rn. 83). Die bloße Vermutung, die Antragsgegnerin habe die Prüferin über die Bedeutung der IFE im Unklaren gelassen, ist dementsprechend nicht ausreichend. Für diese These bestehen insbesondere vor dem Hintergrund der ergänzenden Ausführungen der Prüferin zu den ihr zur Verfügung gestellten Unterlagen über die IFE in ihrer schriftlichen Stellungnahme vom 02.06.2015 (Bl. 291 d.A.) keinerlei konkrete Anhaltspunkte.

III.

1. Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin. Es besteht kein Anlass, diese ausnahmsweise ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen (§ 15 Abs. 1 SpruchG). Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin wird nicht angeordnet. Die Beschwerden der Antragsteller sind erfolglos geblieben. Es erscheint daher angemessen, dass die Beteiligten ihre außergerichtlichen Kosten im Beschwerde-

verfahren jeweils selbst tragen (§ 15 Abs. 2 SpruchG).

2. Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen, da die Sache keine grundsätzliche Bedeutung hat und auch die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts nicht erfordert, § 70 Abs. 2 FamFG.

3. Die Festsetzung des Geschäftswerts für die Gerichtsgebühren beruht auf § 74 S. 1 GNotKG. Maßgebend ist danach auch in Konstellationen, in denen in der Beschwerdeinstanz keine weitere Erhöhung des Abfindungsbetrags erfolgt ist, der in der Erstentscheidung festgesetzte Unterschiedsbetrag zur angebotenen Kompensation (*Drescher*, in Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl. 2015, § 15 SpruchG Rn. 10).