

Aktenzeichen:

**9 W 4/14**

2 HK.O 120/10 AktG

LG Frankenthal (Pfalz)



Pfälzisches Oberlandesgericht  
Zweibrücken

Beschluss

In Sachen

hat der 9. Zivilsenat des Pfälzischen Oberlandesgerichts Zweibrücken durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht                      den Richter am Oberlandesgericht  
und den Richter am Amtsgericht

am 14. August 2018

**beschlossen:**

1. Es wird festgestellt, dass die Beschwerdeführerin zu 20) ihre Beschwerde gegen den Beschluss des Landgerichts Frankenthal (Pfalz) vom 13. August 2013 zurückgenommen hat.
2. Die Beschwerden der Beschwerdeführer 1) bis 19) und 21) gegen den vorgenannten Beschluss werden zurückgewiesen.
3. Die Kosten des Beschwerdeverfahrens sowie die Vergütung des weiteren Beteiligten trägt die Beschwerdegegnerin; außergerichtliche Auslagen werden nicht erstattet.

4. Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens wird auf 200.000 Euro festgesetzt.
5. Die Rechtsbeschwerde wird nicht zugelassen.

### Gründe:

#### I.

Gegenstand des Spruchverfahrens ist die gerichtliche Überprüfung der Angemessenheit der wegen des Ausscheidens der Minderheitsaktionäre aus der Gasanstalt Kaiserslautern AG (nachfolgend: betroffenes Unternehmen) in Folge der Übertragung ihrer Aktien an die Antragsgegnerin und Beschwerdegegnerin als Hauptaktionärin (sog. Squeeze-Out gem. § 327 a Abs. 1 S. 1 AktG) gewährten Barabfindung.

#### A.

##### 1.

Die Beschwerdeführer waren – wie die übrigen in erster Instanz beteiligten bzw. vom Vertreter der außenstehenden Aktionäre vertretenen Anteilseigner – Minderheitsaktionäre des betroffenen Unternehmens. Satzungsmäßiger Gegenstand des im Jahr 1858 gegründeten und in Kaiserslautern ansässigen Unternehmens war die Erzeugung von und die Versorgung mit Energie sowie das Erbringen sonstiger Dienstleistungen, insbesondere im Bereich der Ver- und Entsorgung, einschließlich der Errichtung und dem Betrieb der hierzu erforderlichen technischen Einrichtungen. Der Umsatz des betroffenen Unternehmens wurde maßgeblich durch die Umsatzerlöse im Bereich des Gasgeschäfts sowie der damit korrespondierenden Bezugsgrößen bestimmt; Umsatzerlöse in anderen Geschäftsfeldern, namentlich dem Wärmegeschäft (Betrieb von Wärmeerzeugungsanlagen mit erdgaserzeugter Nahwärme) und Dienstleistungsverträgen, generierte das betroffene Unternehmen nur in vergleichsweise geringem Umfang. Sein Grundkapital betrug 13.824.000,00 EUR und war aufgeteilt in 540.000 Stückaktien, die auf den Inhaber lauteten. Die Aktien des betroffenen Unternehmens wurden im Freiverkehr an den Börsen Frankfurt und Hamburg sowie im elektronischen

Handelssystem XETRA gehandelt. Der Drei-Monats-Kurs vor Bekanntgabe des gegenständlichen Abfindungsverlangens belief sich auf 157,88 EUR. Die nicht im Besitz der Beschwerdegegnerin befindlichen Aktien (ca. 19.300 Stück, entspricht ca. 3,6 % der Gesamtmenge) befanden sich im Streubesitz; das betroffene Unternehmen hielt keine eigenen Aktien.

2.

Auf Betreiben der Beschwerdegegnerin, die eine vollständige Übertragung aller Aktien an sich anstrebte, bestimmte das Landgericht mit Beschluss vom 15. Juli 2010 (2 HK O 71/10) die (nachfolgend: sachverständige Prüferin) gemäß § 327c Abs. 2 S. 3 und 4 AktG zur sachverständigen Prüferin. Mit Beschluss der Hauptversammlung vom 4. November 2010 wurden auf Antrag der Beschwerdegegnerin, damals noch firmierend als

die Aktien der Minderheitsaktionäre zu einem Abfindungsbetrag von 131,28 EUR pro Aktie auf diese übertragen. Dem Abfindungsbetrag zugrunde lag eine unter dem 9. September 2010 erstellte gutachterliche Stellungnahme der

(nachfolgend: Bewertungsgutachterin, Bewertungsgutachten) sowie ein von der Prüferin unter dem 13. September 2010 erstellter Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung zum Bewertungsstichtag 4. November 2010. Nach den im Wege des Ertragswertverfahrens ermittelten, von der sachverständigen Prüferin als plausibel bewerteten Einschätzung der Bewertungsgutachterin hatte das betroffene Unternehmen am Stichtag einen Wert von 68.630.000,-- EUR, was bei 540.000 Aktien einen Anteil pro Aktie von 127,09 EUR bedeutete. Mit Blick auf eine vor der Hauptversammlung eingetretene Absenkung des Basiszinssatz auf 3,00 % wurde der Abfindungsbetrag durch Mehrheitsbeschluss der Hauptversammlung hiervon abweichend auf 131,28 EUR erhöht. Die Maßnahme wurde am 8. Dezember 2010 in das Handelsregister eingetragen und am 28. Dezember 2010 bekannt gemacht.

3.

Die Bewertungsgutachterin legte ihrer Wertberechnung folgende Parameter zugrunde, wobei die der Beschlussfassung in der Hauptversammlung zugrunde gelegte Absenkung des Basiszinssatzes auf 3,00 % noch nicht berücksichtigt ist:

## a) Kapitalisierungszinssatz

In TEUR	2010 Plan	2011 Plan	2012 Plan	2013 Plan	2014 Plan	ab 2015
Basiszinssatz vor persönlichen Ertragssteuern	3,25 %	3,25 %	3,25 %	3,25 %	3,25 %	3,25 %
typisierte persönliche Einkommenssteuer (26,4 %)	-0,86 %	-0,86 %	-0,86 %	-0,86 %	-0,86 %	-0,86 %
Basiszinssatz nach persönlichen Einkommenssteuern	2,39 %	2,39 %	2,39 %	2,39 %	2,39 %	2,39 %
Marktrisikoprämie	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %	4,50 %
Betafaktor (levered)	0,65	0,66	0,65	0,65	0,65	0,66
Risikozuschlag	2,92 %	2,95 %	2,94 %	2,92 %	2,94 %	2,97 %
Kapitalisierungszinssatz vor Wachstumsabschlag	5,31 %	5,34 %	5,33 %	5,32 %	5,33 %	5,36 %
Wachstumsabschlag						-0,25 %
Kapitalisierungszinssatz	5,31 %	5,34 %	5,33 %	5,32 %	5,33 %	5,11 %

## b) Nettoausschüttung:

in TEUR	2010 Plan	2011 Plan	2012 Plan	2013 Plan	2014 Plan	2015 Plan
Nettoausschüttung	3.035	3.023	3.041	3.049	3.014	1.613
Kapitalisierungszinssatz	5,31 %	5,34 %	5,33 %	5,32 %	5,33 %	5,11 %
Barwertfaktor	0,97	0,92	0,87	0,83	0,79	15,36
Diskontierte Nettoausschüttungen	2.935	2.774	2.650	2.522	2.368	24.774
Barwert der Nettoausschüttungen	38.022					

## c) Wertbeiträge aus Thesaurierungen:

in TEUR	2010 Plan	2011 Plan	2012 Plan	2013 Plan	2014 Plan	2015 Plan
Wertbeitrag aus Thesaurierung						1.268
Kapitalisierungszinssatz	5,31 %	5,34 %	5,33 %	5,32 %	5,33 %	5,11 %
Barwertfaktor	1,02	0,97	0,92	0,87	0,83	16,18
Diskontierter Wertbeitrag						20.513
Barwert	20.513					

## d) Ableitung Unternehmenswert (in TEUR):

Ertragswert zum 04.11.2010 (= Summe der Barwerte)	58.535
Sonderwerte	
Nicht betriebsnotwendige Liquidität	8.616
Beteiligungen	678
Körperschaftssteuer-Guthaben	352
Grundstücke	368
Wandgemälde	81
Unternehmenswert zum 04.11.2010	68.630

## B:

Die Antragsteller im vorliegenden Spruchverfahren halten den in der Hauptversammlung vom 4. November 2010 beschlossenen Abfindungsbetrag aus mehreren Gründen für ungesetzt. Dieser sei höher zu bestimmen, weil namentlich die von der Bewertungsgutachterin gewählten Ansätze teils fehlerbehaftet gewesen seien und zudem der Aktienkurs des betroffenen Unternehmens zu Unrecht bei der Bemessung des Abfindungsbetrages nicht als Untergrenze herangezogen worden sei; zu den Einzelheiten der Beanstandungen wird auf die erstinstanzlich eingereichten Schriftsätze sowie die Sachdarstellung im angefochtenen Beschluss verwiesen.

Das Landgericht hat auf die Einwände der Antragsteller eine schriftliche ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin eingeholt und den bei dieser tätigen Wirtschaftsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 13. Juni 2013 angehört.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 13. August 2013 die Zulässigkeit der Anträge festgestellt, diese in der Sache jedoch zurückgewiesen. Es hat - in Übereinstimmung mit der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin - die vor der Struk-

turmaßnahme existierenden Börsenkurse aufgrund bestehender Marktengung für unmaßgeblich gehalten. Das Landgericht hat ferner keine Anhaltspunkte für eine unrichtige Wertbestimmung durch die Bewertungsgutachterin und/oder Prüferin gesehen. Der von diesen im Wege des Ertragswertverfahrens ermittelte Unternehmenswert sei plausibel und zur Schätzung des Unternehmenswertes geeignet, insbesondere sei von zutreffend ermittelten Bewertungsgrundlagen und vertretbaren Bewertungsmethoden und -ansätzen ausgegangen worden; auf die Entscheidungsgründe des Beschlusses vom 13. August 2013 (dort unter II.) wird zu den weiteren Einzelheiten Bezug genommen.

### C.

Die Entscheidung des Landgerichts vom 13. August 2013 greifen die Beschwerdeführer (in erster Instanz: Antragsgegner zu 1) – 4), 8) – 10), 12) – 16), 29) – 31), 33), 37), 47), 51), 52)) mit dem Ziel der Festsetzung einer höheren Abfindung an. Die Beschwerdeführer zu 2), 8), 12) sowie 15) beantragen vorrangig, die Sache zur Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens über den Wert des betroffenen Unternehmens an das Landgericht zurückzuverweisen.

In Ergänzung und unter Verweis auf ihren erstinstanzlichen Vortrag wenden sich die Beschwerdeführer namentlich dagegen, dass das Landgericht dem Börsenkurs aufgrund einer von ihm angenommenen Marktengung keine Relevanz beigemessen und eine darunterliegende Barabfindung für vertretbar gehalten hat. Die im Rahmen der Ertragswertbestimmung verwendete unternehmenseigene Planungsrechnung sei anlassbezogen erstellt, insgesamt unplausibel und gehe zum Nachteil der Minderheits-eigner von zu pessimistischen Annahmen aus. Dies ergebe sich insbesondere aus einem Vergleich des Plan/Ist-Ergebnisses für das Jahr 2010. Die im Bewertungsgutachten zugrunde gelegte Marktrisikoprämie sei am Markt nicht erzielbar und die zur Ermittlung angewendete arithmetische Mittelwertbildung nicht sachgerecht. Der Ansatz für das verschuldete Beta sei überhöht, ein Rückgriff auf eine Vergleichsgruppe statt der Verwendung des unternehmenseigenen Betas nicht nachvollziehbar. Ferner greifen sie die Begründung für den angesetzten Wachstumsabschlag von 0,25 %, den sie für zu niedrig halten, an. Dieser berücksichtige nicht die Weitergabe von Preisstei-



gerungen an die Kunden, zudem habe die Bewertungsgutachterin die zukünftigen Gewinnaussichten zu pessimistisch eingeschätzt. Die Beschwerdeführerin zu 10) ist zudem der Ansicht, das Landgericht habe verfahrensfehlerhaft präkludiertes Vorbringen der Beschwerdegegnerin berücksichtigt.

Der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre tritt den Rechtsmitteln bei.

Die Beschwerdegegnerin hält die Rechtsmittel mangels Erreichens des Beschwerdewerts für unzulässig; hilfsweise beantragt sie unter Vertiefung ihres erstinstanzlichen Vortrages deren Zurückweisung als unbegründet sowie den Beschwerdeführern die Gerichtskosten und ihrer eigenen Kosten zweiter Instanz aufzuerlegen.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 23. Dezember 2013 den Beschwerden nicht abgeholfen.

Die Beschwerdeführerin zu 20) hat mit Schriftsatz ihres Bevollmächtigten vom 7. August 2018 ihre Beschwerde zurückgenommen.

## II.

Die befristeten Beschwerden der Beschwerdegegner 1) – 19) sowie 21) begegnen keinen verfahrensrechtlichen Bedenken. Sie sind formgerecht eingelegt worden, ferner wurde die Monatsfrist des § 63 Abs. 1 Satz 1 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG jeweils gewahrt.

Zudem erreichen alle Beschwerdeführer den aufgrund der Nichtzulassung der Beschwerde gemäß § 61 Abs. 1 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG erforderlichen Beschwerdewert von über 600 EUR. Denn nach der – soweit ersichtlich – mittlerweile herrschenden Auffassung der Oberlandesgerichte, der sich auch der Senat anschließt, genügt es, wenn die Beschwer der einzelnen Beschwerdeführer in der Summe die erforderliche Höhe von 600 EUR erreicht, sofern diese – wie hier – das identische Rechtsschutzziel anstreben (vgl. OLG Frankfurt, Beschlüsse vom 29.01.2016 - 21 W 70/15, juris Rn. 19, und vom 05.02.2016 - 21 W 69/14, juris Rn. 26; OLG München, Beschluss vom 05.05.2015 - 31 Wx 366/13, AG 2015, 508, 509; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 26.09.2016 - I-26 W 3/16 (AktE), AG 2017, 121, 122). Mit Blick auf die Differenz zwischen dem von der Hauptversammlung bestimmten Abfindungsbetrag

und dem durchschnittlichen Börsenkurs (ca. 26,60 EUR/Aktie) ist der Beschwerdewert bereits erreicht, wenn die Beschwerdeführer zusammen (mindestens) 23 Aktien halten. Hiervon kann bereits mit Blick auf die Anzahl der Beschwerdeführer zwanglos ausgegangen werden, zumal allein die Beschwerdeführerin zu 18) den Besitz von 20 Aktien glaubhaft gemacht hat.

Der Tod der Beschwerdeführerin zu 8) hat das Verfahren nicht unterbrochen. §§ 239 ff. ZPO finden in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit grundsätzlich keine Anwendung (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 - 20 W 7/11, juris Rn. 161). Bei dem Tod eines Antragstellers hat das Gericht vielmehr von Amts wegen die Rechtsnachfolge festzustellen und das Verfahren mit den Rechtsnachfolgern fortzusetzen (Puzkajler in Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 11 SpruchG, Rn. 58 mwN.). Demnach waren lediglich das Rubrum zu berichtigen und die Erben am Nachlass der Beschwerdeführerin zu 8) entsprechend der Mitteilung ihres Verfahrensbevollmächtigten vom 2. Januar 2017 als Antragsteller zu behandeln (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 - 9 W 3/14, juris Rn. 13; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 - 12 W 1/17, juris Rn. 21).

Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung im Beschwerderechtszug war nicht erforderlich, weil diese bereits in erster Instanz vorgenommen wurde und von einer Wiederholung keine zusätzlichen, für die Entscheidung erheblichen Erkenntnisse zu erwarten sind (§ 68 Abs. 3 S. 2 FamFG). Dies gilt auch in Bezug auf im Schriftsatz des Bevollmächtigten der Beteiligten zu 2), 8) und 12) vom 13. Juli 2018 enthaltenen Fragestellungen im Hinblick auf die Ermittlung der Betafaktoren der Peer-Group-Unternehmen durch die sachverständige Prüferin sowie eine weitere Überprüfung von Planannahmen.

## III.

Die befristeten Beschwerden der Beschwerdeführer sind in der Sache nicht begründet. Der Senat tritt dem Landgericht in dessen Bewertung bei, dass die angebotene Barabfindung nicht unangemessen untersetzt ist.

## A.

Nach § 327f S. 2 i.V.m. §§ 327a Abs. 1 S. 1, 327b Abs. 1 S. 1 AktG hat das in § 2 SpruchG bestimmte Gericht in Fällen des sog. Squeeze-Out auf Antrag die angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung nicht angemessen ist. Ob die Abfindung unangemessen ist und deshalb eine Änderung des angebotenen Abfindungsbetrages erforderlich macht, ist eine Rechtsfrage, die vom Gericht zu beantworten ist (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.07.2014 - 20 W 3/12, juris Rn. 78 = AG 2015, 580). Eine Festsetzung der angemessenen Barabfindung durch das Gericht setzt damit in einem ersten Schritt die Feststellung voraus, dass die von der Mehrheitsaktionärin angebotene Abfindung - hier in Form des Beschlusses der Hauptversammlung vom 4. November 2010 - aus einem von dem Antragsteller konkret zu bezeichnenden Grund (vgl. KG Berlin, Beschluss vom 31.07.2009 - 2 W 255/08, juris Rn. 13 = AG 2009, 790; Steinle/Liebert/Katzenstein in Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, 5. Aufl., § 34 Rn. 24) unangemessen untersetzt ist. Die Grundlagen dieser Schätzung müssen im Spruchverfahren zwar methodensauber, aber auch mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand geschaffen werden (BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 42; Stilz in: Festschrift für Goette, 2011, S. 529, 540). Erst - und nur dann - wenn sich im Ergebnis der gerichtlichen Schätzung (§ 287 ZPO) eine solche Feststellung treffen lässt, ist das Gericht - in einem zweiten Schritt - zur Bestimmung und Festsetzung eines angemessenen Barabfindungsbetrages berufen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011 - 20 W 3/09, juris Rn. 98, 254 = AG 2011, 205). Dem Gericht ist vom Gesetzgeber eine Ersetzungsbefugnis nur in den Fällen eingeräumt, in denen der angebotene Abfindungsbetrag unangemessen niedrig, weil unterhalb eines vertretbaren, noch als angemessen zu bewertenden Bereichs liegend ist. Dies kann zur Folge haben, dass sich die angebotenen Abfindungsbeträge regelmäßig eher an der unteren Grenze des noch Vertretbaren orientieren werden. Solches ist jedoch zum einen in der Konzeption des Gesetzes angelegt. Zum anderen

kann dem aber unter Berücksichtigung des Bewertungsziels auch durch die Vornahme sachgerechter Zu- bzw. Abschläge im Rahmen der vom Gericht nach § 287 ZPO vorzunehmenden Schätzung hinreichend Rechnung getragen werden (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 15).

Als nicht mehr angemessen kann eine angebotene Abfindung indes erst dann bewertet werden, wenn sie keine volle Entschädigung des mit der Strukturmaßnahme verbundenen Rechtsverlusts mehr beinhaltet. Ein solches Verständnis wird auch der wertsetzenden Bedeutung des Eigentumsgrundrechts gerecht. Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts unterliegt das in der Aktie verkörperte Anteilseigentum, das im Rahmen seiner gesellschaftsrechtlichen Ausgestaltung durch Privatnützigkeit und Verfügungsbefugnis gekennzeichnet ist, dem von Art. 14 GG gewährleisteten Eigentumsschutz. Der Schutz des Art. 14 Abs. 1 GG erfasst die Substanz dieses Anteilseigentums in seiner mitgliedschaftsrechtlichen und vermögensrechtlichen Ausgestaltung (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 - 1 BvR 1613/94, juris mwN. = BVerfGE 100, 289, 301 sowie Urteil vom 11.07.2012 - 1 BvR 3142/07 und 1569/08, NJW 2012, 3081, 3082). Verliert ein Minderheitsaktionär seine mitgliedschaftliche Stellung oder wird er hierin durch eine Strukturmaßnahme in relevantem Maße eingeschränkt, muss er für den Verlust seiner Rechtsposition und die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung im Prinzip "wirtschaftlich voll entschädigt" werden (vgl. BVerfG, Beschlüsse vom 23.08.2000 - 1 BvR 68/95 und 147/97, NJW 2001, 279 sowie vom 30.05.2007 - 1 BvR 1267/06 u.a., NJW 2007, 3266, 3267). Dabei hat die Entschädigung den "wirklichen" oder "wahren" Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung an dem arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen Reserven und des inneren Geschäftswertes zutreffend widerzuspiegeln (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999, 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 304 ff. sowie Beschluss vom 24.05.2012 - 1 BvR 3221/10, NJW 2012, 3020; Steinle/Liebert/Katzenstein aaO., § 34 Rn. 83; Riegger/Gayk in KölnerKomm-AktG 3. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rn. 3 mwN.). Zudem gebietet der Schutz der Minderheitsaktionäre, dass diese grundsätzlich nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der unternehmensrechtlichen Maßnahme erhalten hätten. Vor diesem Hintergrund darf ein existierender Börsenkurs bei der Beurteilung der Angemessenheit im Regelfall nicht unberücksichtigt bleiben, sofern er den Verkehrswert der Aktie verlässlich abbildet (BVerfG, Beschluss vom 30.05.2007 - 1 BvR 1267/06 u.a., NJW 2007, 3266, 3267; BGH, Beschluss vom 12.01.2016 - II ZB 25/14, juris Rn. 22 = AG 2016, 359; OLG Stuttgart,

Beschluss vom 19.01.2011 - 20 W 3/09, juris Rn. 86 = AG 2011, 205). Maßgeblich ist der Grenzwert, zu dem die Aktionäre aus der Gesellschaft ausscheiden können, ohne wirtschaftliche Nachteile zu haben (BGH, Beschluss vom 04.03.1998 - II ZB 5/97, NJW 1998, 1866; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011 - 20 W 3/09, juris Rn. 73 = AG 2011, 205; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 30.04.2013 - 12 W 5/12, AG 2013, 765).

## B.

Die auf die Ertragswertmethode gestützte Schätzung des Unternehmenswertes durch das Landgericht ist nicht zu beanstanden. Diese stellt eine für die Schätzung des Unternehmenswertes (§ 287 ZPO) grundsätzlich geeignete Bewertungsmethode dar (BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 33 = BGHZ 207, 114). Nach dieser, von der Rechtsprechung allgemein anerkannten Bewertungsmethode ergibt sich der Unternehmenswert aus den zu schätzenden zukünftigen Erträgen des betroffenen Unternehmens jeweils abgezinst mit dem Kapitalisierungszinssatz; der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und andere Sonderwerte sind anschließend hinzuzurechnen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010 - 20 W 9/08, juris Rn. 91; OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.03.2012 - 21 W 11/11, juris Rn. 20).

### 1.

Entgegen der Auffassung der Beteiligten zu 10) war im Beschwerderechtzug der Ertragswert nicht unter alleiniger Zugrundelegung der Einwendungen der Antragsteller zu bestimmen. Ein evtl. Verstoß der Beschwerdegegnerin gegen ihre Verfahrensförderungspflicht (§ 10 SpruchG) in erster Instanz führt nicht zur Unbeachtlichkeit ihres Vortrages im Beschwerderechtzug.

Zum einen enthalten weder das SpruchG noch das FamFG eine § 531 Abs. 2 ZPO nachgebildete Vorschrift. § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 65 Abs. 3 FamFG lässt es für Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit im Gegenteil ausdrücklich zu, dass in der Beschwerdeinstanz die Beschwerde auf neue, auch erstinstanzlich verspätet vorgelegene Tatsachen und Beweismittel gestützt werden darf (Verfürth/Schulenburg in Dreier/Fritzsche/Verfürth, SpruchG, 2. Aufl., § 10 Rn. 64). Zum anderen sind im Zivil-

prozessverfahren die an eine Verspätung anknüpfenden verfahrensrechtlichen Sanktionsfolgen (§ 296 ZPO) im späteren Rechtsmittelverfahren auch nur dann relevant, wenn im ersten Rechtszug das Angriffs- oder Verteidigungsmittel tatsächlich auch zurückgewiesen worden war (vgl. § 531 Abs. 1 ZPO). Eine Zurückweisung von Vorbringen der Beschwerdegegnerin ist hier in erster Instanz jedoch gerade nicht erfolgt.

Die Frage, ob – wie die Beschwerdeführerin zu 10) meint – die Voraussetzungen für eine Zurückweisung des Vorbringens der Beschwerdegegnerin aus dem Schriftsatz vom 3. November 2011 in erster Instanz überhaupt vorgelegen haben, bedarf daher keiner weiteren Betrachtung.

2.

a) Entgegen dem Beschwerdeangriff der Beschwerdeführer zu 10) und 15) bestehen keine grundsätzlichen Bedenken dagegen, dass das Landgericht sich auf die Ausführungen der sachverständigen Prüferin bezogen, diese ergänzend angehört und keinen weiteren Sachverständigen beauftragt hat. Dem Antrag, die Sache zur weiteren Sachaufklärung an das Landgericht zurückzuverweisen, war daher nicht zu entsprechen. Einer vollständigen Neubegutachtung durch einen weiteren Sachverständigen bedurfte es nicht. Die Angriffe gegen die Ausführungen der sachverständigen Prüferin (hierzu nachfolgend) geben keinen Anlass, im Spruchverfahren einen weiteren Sachverständigen mit einer zusätzlichen vollumfänglichen Wertermittlung zu beauftragen. Auch die parallele Tätigkeit von Bewertungsgutachter und Prüferin gibt zu Bedenken an der Neutralität der sachverständigen Prüferin keinen Anlass (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 27.07.2015 - 20 W 5/14, juris Rn. 92 = AG 2017, 493). Letztlich entspricht es auch dem Willen des Gesetzgebers, wenn das Gericht die Ausführungen des früher tätig gewesenen Prüfers zur Grundlage seiner Entscheidung macht. Denn Ziel der gesetzlichen Konzeption über die Bestellung des sachverständigen Prüfers war es, die spätere gerichtliche Prüfung des angemessenen Ausgleichs möglichst überflüssig machen, das Spruchverfahren dementsprechend also durch eine quasi "vorgezogene Beweisaufnahme" (so OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07.12.2011 - 26 W 7/09, juris Rn. 122; OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2011 - 21 W 3/11, juris Rn. 42 = AG 2011, 828) zu entlasten (BT-Drs. 12/669, S. 178; s.ä. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 - 20 W 6/10, juris Rn. 133). Insoweit hat es der Gesetzgeber

sogar für möglich gehalten, den sachverständigen Prüfer im gerichtlichen Verfahren zum Sachverständigen zu bestellen (vgl. hierzu: BT-Drs. 15/371 S. 15). Dies zeigt, dass auch der Gesetzgeber keine grundsätzlichen Bedenken im Hinblick auf die Neutralitätspflicht und Unabhängigkeit des sachverständigen Prüfers hatte (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 20).

b) Die Vorlage der Arbeitspapiere „der Wirtschaftsprüfungsgesellschaften“ durch die Beschwerdegegnerin, wie von den Beschwerdeführern zu 2), 8) und 12) pauschal erbeten, war nicht anzuordnen. Auf die Vorlage der Arbeitspapiere der von der Mehrheitsseignerin beauftragten Wirtschaftsprüfer besteht im Allgemeinen kein Anspruch (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 10.01.2006 – 12 W 136/04, AG 2006, 463, 464; OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. März 2009 – 20 W 101/04, juris Rn. 53; LG München I, Beschluss vom 28.04.2017 – 5 HK O 26513/11, juris Rn. 181; Puzskajler aaO., 3. Aufl., § 7 SpruchG Rn. 60; s.a. § 51b Abs. 3 WiPrO). Kein Kriterium der Vorlagepflicht ist hingegen, dass die Unterlagen den Antragsstellern erst substantiierte Rügen ermöglichen sollen (OLG Karlsruhe aaO.; Verfürth/Schulenburg aaO. § 7 Rn. 83). Auch sieht § 7 Abs. 7 SpruchG eine Vorlagepflicht nur insoweit vor, als die vorzulegenden Unterlagen für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, weil ohne ihre Kenntnis eine richtige Entscheidungsfindung erschwert oder gar unmöglich ist. An einer solchen Entscheidungserheblichkeit fehlt es hier. Das Vorlagebegehren muss sich zudem auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen (Puzskajler aaO. § 7 SpruchG Rn. 57); auch hieran fehlt es.

### 3. Planannahmen und Prognosen:

Die den Anteilseignern künftig zufließenden Erträge des betriebsnotwendigen Vermögens des betroffenen Unternehmens bestimmen sich grundsätzlich nach der unternehmenseigenen Planung und einer Abschätzung des nachhaltigen Ergebnisses, das für den Zeitraum jenseits der Planjahre als dauerhaft erzielbar angesehen werden kann (Paulsen in MK-AktG, 4. Aufl., § 305 Rn. 96 m.w.N.). Das Landgericht hat zu Recht festgestellt, dass die eigene Planung und die darauf gestützten Prognosen des betroffenen Unternehmens eine taugliche Grundlage für die Schätzung der zukünftigen Erträge darstellen. Die von den Beschwerdeführern im Beschwerderechtszug erneut

vorgetragene Einwände greifen nicht durch; Korrekturen oder gar eine erneute Aufstellung eines umfassenden Geschäftsplans durch einen zu bestellenden Sachverständigen sind nicht veranlasst.

a) Bei der Überprüfung der in der Unternehmensplanung angesetzten Erträge durch das Gericht im Spruchverfahren ist zu berücksichtigen, dass es sich hierbei nur um Schätzungen handelt, die auf Prognosen über künftige Entwicklungen gründen. Diese sind ihrer Natur nach mit Unsicherheiten behaftet; nur im seltensten Fall treffen sie exakt so zu, wie vorhergesagt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009 – 20 W 2/08, juris Rn. 137). Planungen und Prognosen resultieren aus dem Ergebnis einer unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Gründen diese auf richtigen und vollständigen Informationen (Tatsachengrundlage), bauen sie an daran orientierten realistischen Annahmen auf und sind sie in sich widerspruchsfrei, darf diese unternehmerische Entscheidung nicht durch andere – ebenfalls lediglich vertretbare, aber keineswegs zwingende Annahmen des Bewertungsgutachters oder des Gerichts ersetzt werden (OLG Frankfurt, Beschlüsse vom 05.03.2012 – 21 W 11/11, NZG 2012, 549, 550, und vom 20.07.2016 – 21 W 21/14, juris Rn. 73; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, AG 2013, 724, 726; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE), AG 2016, 329, 330). Die von den geschäftsführenden Personen gesetzten Planungen und die darauf gestützten Prognosen über die zukünftige Entwicklung sind daher nicht einem Richtigkeits- sondern lediglich einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich (Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO., § 34. Rn. 122 m.w.N.; zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit: BVerfG, Beschluss vom 24.05.2012 – 1 BvR 3221/10, NJW 2012, 3020, 3022). Bei der Schätzung des Unternehmenswertes im gerichtlichen Spruchverfahren ist daher grundsätzlich die im Unternehmen verfügbare Unternehmensplanung zu verwenden (OLG München, Beschluss vom 14.07.2009 – 31 Wx 121/06, OLGR 2009, 897; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE), AG 2016, 329, 330 m.w.N.). Die Methoden, die die geschäftsführenden Personen des betroffenen Unternehmens ihrer Planung und Prognose zugrunde gelegt haben, prüft das Gericht im Spruchverfahren lediglich darauf, ob es sich um in den Wirtschaftswissenschaften als einschlägiger Fachdisziplin anerkannte und gebräuchliche Verfahren gehandelt hat (Rieger/Gayk in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 3. Aufl., Anh. § 11 SpruchG,



Rn. 17; Steinle/Liebert/Katzenstein aaO. Rn. 125). Stellt der sachverständige Prüfer bzw. das Gericht im Spruchverfahren hierbei fest, dass die unternehmenseigene Planung – im Rahmen der nur eingeschränkten Prüfbarkeit – unplausibel ist, ist der Vorstand zu veranlassen, diese zu korrigieren. Zur Erstellung einer eigenen Planung ist der Unternehmensbewerter grundsätzlich nicht befugt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE), AG 2016, 329, 330). Ob der Vorstand seine Planungen deshalb anpasst, ist allein von diesem zu entscheiden. Ändern die geschäftsführenden Personen auf Veranlassung des Bewerter die Planung, ist fortan die neue Planung im Zuge der weiteren Unternehmensbewertung und sodann im gerichtlichen Spruchverfahren zugrunde zu legen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 24.07.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840, 843; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE), AG 2016, 329, 330). Dies ist bei der hier maßgeblichen Abfindung der Minderheitsaktionäre auch sachgerecht, weil ein Minderheitsaktionär faktisch keinen Einfluss auf die unternehmerischen Entscheidungen besitzt, diese vielmehr bei seinem Investitionskalkül als gegeben hinnehmen muss. Hierauf basiert entsprechend der ihm entzogene Wert seines Unternehmensanteils (OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.03.2012 – 21 W 11/11, NZG 2012, 549, 550). Plankorrekturen, die von den geschäftsführenden Personen ausschließlich zu Bewertungszwecken und außerhalb des üblichen Planungsprozesses vorgenommen worden und nicht nachhaltig sind, sind allerdings im Bewertungsprozess wieder rückgängig zu machen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE), AG 2016, 329, 330; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18.05.2016 – 12a W 2/15, juris Rn. 35; jew. m.w.N.).

Es ist grundsätzlich nicht zulässig, an Stelle der unternehmerischen Prognose eine ex-post-Betrachtung der realen Geschehnisse zu setzen (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 30.04.2013 – 12 W 5/12, juris Rn. 40; Paulsen aaO. Rn. 96). Mit Blick auf das Stichtagsprinzip können spätere Ist-Zahlen Prognosezahlen weder verifizieren noch falsifizieren oder gar ersetzen (Rieger/Gayk aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 17). Entwicklungen, die erst nach dem Bewertungsstichtag eingetreten sind, dürfen bei der Bewertung des Ertragswertes lediglich ausnahmsweise dann herangezogen und berücksichtigt werden, wenn sie am Bewertungsstichtag bereits angelegt und absehbar waren (Steinle/Liebert/Katzenstein aaO. Rn. 124 m.w.N.).

b) Nach diesen Maßstäben ist es nicht zu beanstanden, dass die Bewertungsgutachterin auf die im Juli 2010 erstellte und bis zum 6. September 2010 aktualisierte Fünfjahresplanung des betroffenen Unternehmens für die Geschäftsjahre 2010 bis 2014 abgestellt hat. Zwar weist die Beschwerdeführerin zu 10) im Ausgangspunkt zutreffend darauf hin, dass diese Planung außerhalb des üblichen Turnus und aus Anlass des bevorstehenden Umstrukturierungsprozesses erstellt und fortgeschrieben worden ist (vgl. auch S. 18 der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 20.12.2012). Anhaltspunkte dafür, dass die Unternehmensführung ihre Planung darin nachhaltig gegenüber den vorangegangenen Plänen geändert hätte, um für die Planjahre einen möglichst niedrigen Ertrag ausweisen zu können, sind vorliegend jedoch nicht ersichtlich. Die gegenüber der im Jahr 2009 erstellten Planung vorgenommenen Änderungen entsprachen vielmehr der Entwicklung des betroffenen Unternehmens im Verlaufe des Geschäftsjahres 2010 und hatten den Zweck, bis zum Bewertungsstichtag unterjährig eintretende, für die Prognose relevante Umstände abbildbar zu machen.

Hierbei ist zu beachten, dass nicht die Tatsache einer anlassbezogenen Planung allein, sondern nur die bewusste nachteilige Abweichung der anlassbezogenen Planung von der tatsächlichen Unternehmensplanung oder sonstige, nach den oben aufgezeigten Kriterien zu berücksichtigende Planungsfehler der Neuplanung zu Korrekturen im Spruchverfahren führen können. Die Anpassung der Planung an neue Erkenntnisse im Vorfeld einer Unternehmensbewertung ist nicht per se unzulässig, vielmehr vielfach geboten. Denn die Planung soll die im Zeitpunkt der Unternehmensbewertung aus Sicht des Vorstands zutreffende künftige Entwicklung darstellen, was die Einbeziehung der neusten Entwicklungen erforderlich machen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 02.12.2014 – 20 AktG 1/14, juris Rn. 81 m.w.N.). Unter Berücksichtigung der Kontrolle durch den sachverständigen Prüfer und der erheblichen Kosten, die der Antragsgegnerin im Falle einer im gerichtlichen Spruchverfahren evtl. erforderlich werdenden Neubewertung erwachsen, ist zudem ein Anreiz zu einer systematischen Unterbewertung im Regelfall kaum plausibel (OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.03.2012 – 21 W 11/11, NZG 2012, 549, 550). Dies wird auch durch die unter Verweis auf eigene, nicht näher verifizierte „empirische Erhebungen“ gehaltene Behauptung der Beschwerdeführerin zu 10) nicht entkräftet, wonach in den bis zum 31. Dezember 2012 abgeschlossenen gerichtlichen squeeze-out-Verfahren (bei bis zum 31. Dezember

2011 behaupteten insgesamt 400 Übertragungsentscheidungen) die von den sachverständigen Prüfern akzeptierten Abfindungsbeträge in 195 Fällen angehoben worden seien. Diese Zahlen – ihre Belastbarkeit unterstellt – belegen im Gegenteil eher die Effizienz der im Spruchverfahren gegebenen Kontrolldichte durch sachverständigen Prüfer und Gericht.

aa) Zwar übersteigt ausweislich des am 14. März 2011 aufgestellten Geschäftsberichts für das Jahr 2010 der Ist-Wert der Umsatzerlöse aus dem Gasverkauf das geplante Ergebnis um 6,5 %. Dies würde die für die Ertragswertschätzung relevante Planung jedoch nur dann in Frage stellen, wenn diese deshalb unplausibel geworden wäre. Dies ist jedoch, wie das Landgericht zutreffend erkannt hat, nicht der Fall:

aaa) Dass die für das Jahr geplanten Gasabsatzmengen auf den Absatzmengen des Jahres 2009 aufbauen, hat die Beschwerdeführerin zu 10) selbst nicht in Abrede gestellt (vgl. S. 26 ihres Schriftsatzes vom 28.03.2011 = Bl. 701 d.A.). Die unternehmerische Entscheidung der geschäftsführenden Personen, diese unverändert zur Grundlage für die Planjahre ab 2010 zu machen, ist unter Berücksichtigung des ihnen nach den oben aufgezeigten Grundsätzen zuzubilligenden weiten Planungsermessens nicht zu beanstanden. Dies gilt auch vor dem Hintergrund, dass der für das Jahr 2009 festgestellte Absatz-Ist-Wert (1.532,2 GWh) 13,21 % hinter dem Ist-Wert des Jahres 2008 zurückgeblieben war. Dass sich dieser Einbruch innerhalb der Planjahre wieder stabil auf das frühere Niveau ausgleichen würde, stand im Zeitpunkt der Aufstellung des Planes nicht fest. Die abgesetzte Gasmenge war bereits seit dem Jahr 2007 deutlich rückläufig, weshalb die Geschäftsleitung nicht von einer nur vorübergehenden, auf kurzfristig auszugleichenden konjunkturellen und/oder temperaturbedingten Effekten beruhenden Delle ausgehen musste, zumal es einen Wechsel von Kunden zu anderen Versorgern gegeben hatte. Vor diesem Hintergrund ist der Ansatz eines nur moderaten Anstiegs der Gasabsatzmengen im Detailplanungszeitraum jedenfalls nicht unplausibel. Die sachverständige Prüferin war nicht aus Rechtsgründen gehalten, mit Blick auf die Pressemitteilung des Bundesverbandes der Energie- und Wasserwirtschaft vom 2. August 2010 (Anlage 14 zum Schriftsatz der Beschwerdeführerin zu 10 vom 28.03.2011 = Bl. 757 d.A.), nach der sich der Absatz von Erdgas im ersten Halbjahr 2010 gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum im Schnitt um 14 % wieder erhöht hat, auf eine Anpassung der im Juli 2010 erstellten Planung hinzuwirken. Denn die Beurteilung der Frage, ob es sich hierbei um eine nachhaltige Entwicklung handelte,

die eine Korrektur der ursprünglichen Planung erfordert hätte, stellt in erster Linie eine unternehmerische Entscheidung dar, die von den geschäftsführenden Personen und nicht von der Bewertungsgutachterin bzw. sachverständigen Prüferin zu treffen ist.

Die hinsichtlich der Absatzmengen gewählten Planannahmen und Prognosen des betroffenen Unternehmens sind auch nicht aus anderen Gründen unplausibel. Die diesbezüglichen Einwände hat das Landgericht zu Recht für nicht durchgreifend gehalten. Soweit einzelne Beschwerdeführer pauschal auf die Verdopplung des Jahres-Ist-Ergebnisses (8.817 TEUR) gegenüber dem geplanten Ergebnis (4.122 TEUR) für das Jahr 2010 verweisen, stellt dies die Plausibilität der vorhandenen Planung nicht in Frage. Denn diese Abweichung geht im Wesentlichen darauf zurück, dass durch den Abschluss des Unternehmensvertrages Ertragssteuern für den Veranlagungszeitraum 2010 in Höhe von 3.315 TEUR entfallen sind. Hinsichtlich der verbleibenden Differenz steht nicht fest, dass die Planüberschreitung hinsichtlich des Jahres 2010 im Übrigen auf Gegebenheiten zurückgeführt werden kann, die bereits im Zeitpunkt des Bewertungsstichtags angelegt und daher erkennbar gewesen waren. Die sachverständige Prüferin hat durchaus berücksichtigt, dass sich für das Geschäftsjahr 2010 eine auf Mengeneffekte zurückzuführende Planübererfüllungen im Gasabsatz um 5,3 % ergeben hat. Ein beträchtlicher Teil der Differenz (2,5 %) beruht auf nicht planbaren Schätzfehlern wegen der unterjährig erfolgenden Zählerablesung. Der verbleibende Anteil der Planüberschreitung (2,8 %) kann entgegen dem Beschwerdevorbringen nach Ansicht des Senats durchaus seine Erklärung in einem überdurchschnittlich kalten Dezember 2010 und dadurch bedingt erhöhten, nicht vorhersehbaren Energiemehrbedarf auf Seiten der Endabnehmer finden. Nach den von der – am Beschwerdeverfahren nicht mehr beteiligten – Antragstellerin zu 22) (vgl. Anlage zum Schriftsatz vom 20.01.2013, Bl. 1901 d.A.) und der Beschwerdegegnerin (Anlage zum Schriftsatz vom 03.11.2011, Bl. 1378 d.A.) vorgelegten Auskunft des Deutschen Wetterdienstes lag die Durchschnittstemperatur in Rheinland-Pfalz im Dezember 2010 mit  $-2,5\text{ }^{\circ}\text{C}$  um  $3,8\text{ }^{\circ}\text{C}$  unter dem langjährigen Mittel; im Rahmen der fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung ist jedoch grundsätzlich von mittleren Zukunftswerten auszugehen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011 – 20 W 3/09, juris Rn. 126 = AG 2011, 205).

bbb) Der durch einige Beschwerdeführer erhobene Vorwurf, die sachverständige Prüferin habe sich bezogen auf den Bewertungsstichtag für das mutmaßliche Ist-Ergebnis 2010 „einen feuchten Kehrriech“ interessiert“ (so die Beschwerdeführerin zu 11) im

Schriftsatz vom 29.07.2013), geht fehl, ebenso der nicht näher substantiiert vorgetragene Einwand der Beschwerdeführer zu 7), 11) und 13), durch den Unternehmensvertrag könne sich das Ist-Ergebnis des Jahres 2010 auch verschlechtert haben. Die tatsächliche Entwicklung kann allenfalls der Plausibilisierung der Planansätze dienen und auch nur in dem Umfang, in dem am Bewertungsstichtag eine Erwartung zukünftiger Entwicklungen begründbar gewesen war (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.09.2011 – 20 W 4/10, juris Rn. 89). Der Bewertungsgutachter ist ebenso wenig gehalten, das mutmaßliche Ist-Ergebnis am Bewertungsstichtag zu ermitteln, um hieran die prognostizierte Werte zu plausibilisieren, noch, wie die Beschwerdeführerin zu 15) meint, auf Monatsbasis Plan- und Ist-Erlöse zu vergleichen. Hinzu tritt, dass unter Einbezug der mit den Umsatzmehrerlösen unmittelbar verknüpften Aufwandskomponente der tatsächliche Rohüberschuss aus dem Gasverkauf gegenüber dem geplanten Wert lediglich 4,3 % betrug (vgl. S. 29 der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 20.12.2012). Dies liegt innerhalb einer Größenordnung, welche die Qualität der Planansätze nicht erheblich in Frage stellen kann.

bb) Zentral für den Ertrag des betroffenen Unternehmens war nach den unternehmenseigenen Plangrundsätzen die Festsetzung der Rohertragsmarge, die sich aus der Differenz von Umsatzerlösen – im Wesentlichen aus dem Gasverkauf – und den Bezugskosten ergibt. Mit Blick auf den Grundsatz, dass der geplanten Ertragskraft mittlere Zukunftswerte zugrunde zu legen sind (Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO. Rn. 129 m.w.N.), ist nicht zu beanstanden, dass die Bewertungsgutachterin hinsichtlich des Gasvertriebes in den Detailplanjahren eine nahezu konstante, sogar leicht über den Vergangenheitswerten liegende Rohertragsmarge von zwischen 29,7 % und 30,8 % der Umsatzerlöse in Ansatz gebracht hat. Dem liegt die plausible Erwartung zugrunde, dass veränderte Bezugspreise an die Endverbraucher weitergegeben werden können, eine durch Preissteigerungen bewirkte weitere Erhöhung der Rohertragsmarge jedoch mit Blick auf die Wettbewerbssituation auf dem Markt nicht durchsetzbar sein wird. Zu Recht weist die Beschwerdegegnerin daher darauf hin, dass Veränderungen auf Seiten des Absatzes bzw. der Kosten aufgrund dieser Wechselbeziehung regelmäßig nicht zu einer Veränderung des Ertrages führen werden. Vor diesem Hintergrund sind die hierzu erhobenen Einwände der Beschwerdeführer ohne relevanten Einfluss auf die Schätzung des Ertrages.

aaa) Tariferhöhung:

Dahinstehen kann, ob, wie einzelne Beschwerdeführer meinen, die zum 12. November 2010 berechnete und zum 1. Januar 2011 durch die Antragsgegnerin umgesetzte Tariferhöhung zum Bewertungszeitpunkt (4. November 2010) bereits angelegt gewesen war und die sachverständige Prüferin im Hinblick darauf auf eine Anpassung der Planannahmen für das Jahr 2011 hätte drängen müssen. Der Erhöhung der Abgabepreise stand eine entsprechende Erhöhung der Gestehungskosten gegenüber, die in den Planannahmen noch nicht berücksichtigt worden war (vgl. S. 55 des Bewertungsgutachtens). Vor diesem Hintergrund war es jedenfalls nicht unvertretbar, am Bewertungsstichtag hinsichtlich des Planjahres 2011 von einer gegenüber dem geplanten Ergebnis unveränderten Rohertragslage auszugehen.

bbb) Absatzpreise:

Die in den Planrechnungen angesetzten Gasabsatzpreise sind entgegen der Beanstandung der Beschwerdeführerin zu 10) auch nicht deshalb unplausibel, weil diese unterhalb der Preise in den von dem betroffenen Unternehmen veröffentlichten Tarif Tabellen liegen. Zum einen enthalten diese einen Energiesteueranteil, der als durchlaufender Posten in den Planungsrechnungen keine Berücksichtigung gefunden hat. Zum anderen galten – wie der von der Beschwerdeführerin zu 10) vorgelegte Ausdruck zeigt (vgl. Anlage Beschwerdeführer zu 10) zum Schriftsatz vom 28.03.2011) – die veröffentlichten Tarifpreise ausschließlich für Privatkunden sowie für kleinere und mittlere Gewerbebetriebe. Bei den in die Planungsrechnungen eingestellten Werten handelt es sich demgegenüber um Durchschnittspreise aller Kundengruppen einschließlich größerer Gewerbe- sowie Industriekunden. Der Anteil dieser Kunden, die aufgrund individueller Vereinbarungen deutlich unter dem veröffentlichten Tarif liegende Abnahmepreise zu zahlen hatten, lag, wie die Beschwerdegegnerin bereits in erster Instanz vorgetragen hatte (vgl. S. 13 ihres Schriftsatzes vom 03.11.2011) - im Jahr 2010 bei 37 % und im Vergangenheitszeitraum 2007 bis 2009 nie unter 30 %. Eine Kalkulation mit vergleichbaren Absatzanteilen für die folgenden Planjahre ist, worauf die sachverständige Prüferin zutreffend hingewiesen hat, plausibel. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des Wegfalls der Ölpreisbindung in den Sonderkundenverträgen.

ccc) Kostenplanung:

(a) Die vom betroffenen Unternehmen geplanten Ansätze für den Bezug von Gas sind plausibel. Dem steht entgegen der Auffassung der Beschwerdeführerin zu 10) auch nicht entgegen, dass die Bezugspreise am Bewertungsstichtag über dem am Spötmarkt für Erdgas an der EEX liegen. Nach den auch insoweit plausiblen Ausführungen der sachverständigen Prüferin resultiert dies zum einen daraus, dass der im Bewertungsgutachten ausgewiesene Bezugspreis im Gegensatz zu den Spotmarktpreisen auch Netznutzungsgebühren vorgelagerter Netzbetreiber sowie Aufwendungen für den Netzunterhalt enthält. Zum anderen bezog das betroffene Unternehmen nicht auf dem Bezugs- und Absatzpreis volatilen Spotmarkt, sondern hielt langfristige Bezugsverträge, um Preisänderungsrisiken, die mit einem erhöhten Investitionsbedarf verbunden gewesen wären, möglichst gering halten zu können.

(b) Soweit die Beschwerdeführerin zu 10) einen Einbezug „sämtlicher Vorteile, welche die Gesellschaft und die Antragsgegnerin aus dem Verbund erzielen werden“ in die Gewinn- und Verlustrechnung vermisst, war dies rechtlich nicht geboten (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.02.2000 – 4 W 15/98, juris Rn. 23). Im Übrigen ist im Tatsächlichen auch nicht ersichtlich, inwiefern sich durch die verfahrensgegenständliche Strukturmaßnahme hier besondere Verbundvorteile ergeben sollten, die nicht auch bei einer faktischen Beherrschung des betroffenen Unternehmens durch die Beschwerdegegnerin als Mehrheitsaktionärin hätten realisiert werden können. Die pauschale Behauptung solcher Vorteile gibt keinen Anlass, mithilfe eines Sachverständigen nach denkbaren Verbundvorteilen zu forschen (vgl. a. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011 – 20 W 2/07, juris Rn. 119).

(c) Gegen die für die Phase der ewigen Rente geplanten Reinvestitionsausgaben bestehen keine Bedenken. Das betroffene Unternehmen hat zwar insoweit nicht das Betriebsergebnis des letzten Detailplanungsjahres fortgeschrieben, sondern höhere Investitionen als in der Detailplanungsphase getätigt angesetzt. Die sachverständige Prüferin hat die nachhaltige Reinvestitionsrate in einer Nebenrechnung bis zum Jahr 2100 fortgeschrieben und die unternehmenseigene Planung unter Berücksichtigung von Baujahr, Wiederbeschaffungswert und betriebsgewöhnlicher Nutzungsdauer sowie erwarteter Nachholeffekte hinsichtlich der wesentlichen Anlagegüter (Rohrleitungen, Hausanschlussleitungen, Regelanlagen, Odorierungsanlagen und Leitstelle) für plausibel gehalten (S. 62 der ergänzenden Stellungnahme vom 20.12.2012). Entgegen

der Auffassung der Beschwerdeführerin zu 10) ist es nicht Aufgabe der sachverständigen Prüferin oder gar des Gerichts im Spruchverfahren, die Notwendigkeit der geplanten Investitionen im Einzelnen zu überprüfen. Aufgrund der im Rahmen der Unternehmensbewertung zu beachtenden, eingeschränkten Prüfungsdichte ist im Spruchverfahren lediglich die Plausibilität der Planung und die Konsistenz der Annahmen, die einer Unternehmensplanung zugrunde liegen, zu würdigen (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012 – 12 W 66/06, juris Rn. 85). Dieser Aufgabe ist die sachverständige Prüferin in ausreichendem Maße nachgekommen. Entsprechendes gilt für die für die Phase der ewigen Rente geplanten Verminderung der von Kunden vereinnahmten Baukostenzuschüsse und Hausanschlusskostenbeiträge. Auch insoweit sind die gewählten Annahmen mit Blick auf den vorhandenen Anschlussgrad sowie die erwartete Konkurrenz durch nichtfossile bzw. nachwachsende Energieträger plausibel und im Bewertungsverfahren zu akzeptieren.

(d) Ebenfalls nicht zu beanstanden ist der geplante Rückgang der im Jahr 2009 erzielten Verkaufsförderzuschüsse auf ein nachhaltiges Niveau von 500 TEUR. Die sachverständige Prüferin hat nachvollziehbar dargelegt, dass aufgrund der langfristig ausgestalteten Bezugsverträge entsprechende Zuschüsse zukünftig wenig wahrscheinlich waren. Zudem stellt es eine vertretbare und daher im Bewertungsverfahren zu akzeptierende unternehmerische Entscheidung dar, wenn das betroffene Unternehmen – anders als einzelne Beschwerdeführer – davon ausgegangen ist, dass der Ausbau der Förderung von Schiefergas den Bezugspreis für konventionell gewonnenes Gas auch langfristig nicht unter Druck setzen wird.

(e) Der für die Detailplanungsphase in Ansatz gebrachte Personalaufwand wird durch die Planunterschreitung im Jahr 2010 nicht in Frage gestellt. Nach den schlüssigen und durch den Beschwerdevortrag nicht erheblich angegriffenen Ausführungen der sachverständigen Prüferin wurde die Planunterschreitung im Bereich „Aufwand aus der Veränderung von Pensionsrückstellungen“ weitgehend durch einen erhöhten Zinsaufwand ausgeglichen. Der verbleibende Teil (0,8 % der Pensionsrückstellungen) ist zwanglos durch Schätzabweichungen zu erklären.



## cc) Steuer:

Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung bereits ab 1. Januar 2009 auch für davor liegende Bewertungsstichtage ist zumindest eine der derzeit in der Fachwissenschaft vertretenen Auffassungen und wird auch von Mitgliedern des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) als sachgerechte Methode anerkannt, jedenfalls wenn – wie hier – diese Konsequenzen im Bewertungskalkül dann für Zähler und Nenner gleichermaßen angewandt werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris, Rn. 186 m.w.N.). Auch wenn, worauf die Beschwerdeführerin zu 10) zutreffend hinweist, den Empfehlungen des FAUB keinen Rechtscharakter beikommt, handelt es sich dabei jedenfalls aber um eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswerts. Die Beachtung der vom IDW und dem FAUB herausgegebenen Verlautbarungen kann daher jedenfalls nicht als unvertretbar und daher rechtsfehlerhaft angesehen werden (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 33).

dd) Die von den Beschwerdeführern 7), 11) und 13) im Beschwerderechtszug pauschal wiederholte Rüge zu pessimistischer Planannahmen hinsichtlich der prognostizierten Absatzmenge greift ebenfalls nicht durch. Die mit der voraussichtlichen demographischen Entwicklung sowie den politisch gesetzten Anreizen zu einem Wechsel des Energieträgers und einer weitergehenden Liberalisierung des Marktes verbundenen Chancen waren bereits von der Bewertungsgutachterin in ihr Gutachten eingestellt und begründet sowie mit den vorhandenen Risiken abgeglichen worden (S. 29 f. des Bewertungsgutachtens). Das Landgericht hat diese Wertungen zu Recht in Übereinstimmung mit der sachverständigen Prüferin für plausibel gehalten; hiergegen ist nichts zu erinnern. Ihre Ansätze fußen auf einer tragfähigen statistischen und prognostischen Grundlage; dass sich aus den von einzelnen Beschwerdeführern vorgelegten Studien abweichende Prognosen hinsichtlich der Entwicklung von Bevölkerungsstruktur und Konjunktur im Absatzgebiet ergeben, stellt die Vertretbarkeit dieser Annahmen nicht in Frage. Die Bewertungsgutachterin war nicht aus Rechtsgründen gehalten, hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Bevölkerungszahlen von den aus Sicht der Antragssteller günstigsten Annahmen auszugehen. Die Heranziehung des von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin verwendeten Datenmaterials

(Wegweiser Demographischer Wandel 2020, Bertelsmannstiftung 2006; Demografischer Wandel im Landkreis Kaiserslautern II, Landtag Rheinland-Pfalz, 2009; EWI/Prognos-Studie „Energierport IV“; s.a. die von der Beschwerdegegnerin in der Erwiderung vom 15.04.2014 vorgelegte Statistik der Stadtverwaltung Kaiserslautern = Bl. 2410 d.A.) war jedenfalls vertretbar.

c) Der Ansatz der (nicht) betriebsnotwendigen Liquidität begegnet ebenfalls keinen Bedenken.

Bei der Höhe der als betriebsnotwendig angesehenen Liquidität handelt es sich grundsätzlich um eine unternehmerische Entscheidung, die nur in sehr eingeschränktem Maße einer Überprüfung durch die Gerichte unterzogen werden kann. Denn die Gerichte sind weder in der Lage noch dazu berufen, im Rahmen der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung sich an die Stelle des Unternehmers zu begeben. Dies schließt zwar eine Plausibilitätskontrolle nicht aus. Zugleich ist eine derart eingeschränkte Prüfung notwendig, um im Rahmen der Abfindungsermittlung missbräuchlich vorgeschobene Einordnungen seitens der Unternehmensführung gegebenenfalls aufzudecken und zu korrigieren. Wenn jedoch die getroffene Einordnung der zum Bewertungsstichtag vorhandenen Liquidität als betriebsnotwendig nachvollziehbar ist, kommt eine Korrektur nicht in Betracht, und zwar auch dann nicht, wenn möglicherweise eine Reduktion der Liquiditätsbestände betriebswirtschaftlich möglich oder sogar ratsam erschiene und hiermit eine - eventuell nur kurzfristige - Erhöhung des Unternehmenswertes verbunden wäre (OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.03.2012 – 21 W 11/11, juris Rn. 100).

Nach diesen Grundsätzen kommt eine Korrektur des Ansatzes betreffend der nicht betriebsnotwendigen Liquidität (8,6 Mio. EUR) nicht in Betracht. Nach den Darlegungen der sachverständigen Prüferin (S. 70 der ergänzenden Stellungnahme vom 20.12.2012) unterfiel der Liquiditätsbedarf des betroffenen Unternehmens unterjährig relativ hohen Schwankungen, wobei lediglich ein Sockelbetrag von 5,5 Mio. EUR nicht unterschritten und daher als nicht betriebsnotwendig angesetzt werden konnte. Unter Zusatz der in der Detailplanungsphase plangemäß aufgebauten weiteren Mittel von 3,1 Mio. EUR ergibt sich der angesetzte Wert. Dieser ist, auch unter Berücksichtigung der zum Bewertungsstichtag vorhandenen Gesamtliquidität, die – anders als von den

Beschwerdeführern zu 9), 14) und 17) dargestellt - lediglich 15,0 Mio. EUR betrug, plausibel und daher im Bewertungsverfahren zu akzeptieren.

#### 4. Kapitalisierungszinssatz:

Die den Antragstellern zukünftig zufließenden Erträge des betriebsnotwendigen Vermögens sind um den Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus einem risikolosen Basiszinssatz sowie einem Risikozuschlag zusammen. Außerdem ist in der der Detailplanung (Phase I) nachgelagerten Phase II ein Wachstumszuschlag zu berücksichtigen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009 – 20 W 2/08, juris Rn. 196 ff; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 1/17, juris Rn. 60; Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO. § 34 Rn. 137).

#### a) Marktrisikoprämie:

aa) Eine Festlegung der Marktrisikoprämie auf einen empirisch exakten und einzig „richtigen“ Wert ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaft noch immer nicht möglich (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 33; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009 – 20 W 2/08, juris, Rn. 222 ff). Für die Marktrisikoprämie gilt daher, dass ein eindeutiges und von einem allgemeinen wirtschaftswissenschaftlichen Konsens getragenes Ergebnis nicht gefunden werden kann, weil eine ganze Reihe verschiedener Methoden existieren, die je nach Abgrenzungszeitraum, Ermittlungsmethode, Vor- oder Nachsteuerbetrachtung und Methoden der Durchschnittsbildung (arithmetisches oder geometrisches Mittel) zu unterschiedlichen Ergebnissen führen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06.04.2017 – I-26 W 10/15, AG 2017, 754, 756). Da eine Kombination der hierzu vertretenen Berechnungsmodelle die Gefahr inkonsistenter Ergebnisse erhöhen würde, wird es in der Regel zur Schaffung einer geeigneten Schätzungsgrundlage notwendig sein, nicht die teilweise divergierenden Modelle zu kombinieren, sondern dem vertretbaren Ansatz des mit der Bewertung beauftragten Wirtschaftsprüfers zu folgen (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23.07.2016 - 12a W 4/15, juris Rn. 48).

bb) Die Annahme eines Basiszinssatzes als Ausgangsgröße entspricht der aus der Sicht des Stichtages auf Dauer erzielbaren (quasi-)risikolosen Rendite (vgl. Paulsen aaO. § 305 Rn. 108; Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO. § 34 Rn. 138). Der der Berechnung der Abfindung zugrunde gelegte – insoweit zugunsten der Minderheitsaktionäre gegenüber dem Bewertungsgutachten herabgesetzte (vgl. die von den Beschwerdeführern nicht erheblich angegriffene Feststellung des Landgerichts, BA S. 9, 1. Absatz) – Basiszinssatz von 3,00 % vor Steuern ist nicht zu beanstanden. Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer zu 2), 8) und 12) kommt es nicht auf den zum Stichtag geltenden Basiszinssatz an. Vielmehr ist der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz zu ermitteln (Paulsen aaO. § 305 Rn. 109). Hierbei hat sich die im Bewertungsgutachten angewandte und von der sachverständigen Prüferin verwendete Methode der Ableitung des Basiszinssatzes aus der aktuellen Zinsstrukturkurve mittlerweile in Betriebswirtschaftslehre, Bewertungspraxis und Rechtsprechung weitgehend durchgesetzt (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 33); ein solches Vorgehen, das den Empfehlungen des IDW entspricht, stellt jedenfalls eine anerkannte und gebräuchliche (Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO. § 34 Rn. 139 f.) und daher im Spruchverfahren nicht zu beanstandende Methode dar. Insoweit entspricht es zudem einer Empfehlung des IDW, sich - wie hier geschehen - bei der Zugrundelegung eines Durchschnittskurses an dem Dreimonatszeitraum bei Börsenwerten zu orientieren, also den Zeitraum von drei vollen Monaten vor dem Bewertungsstichtag zugrunde zu legen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04.07.2012 – I-26 W 8/10 (AktE), juris Rn. 42).

cc) Da bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind, ist der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Der Risikozuschlag beruht auf dem Gedanken der Risikoaversion der Marktteilnehmer, wonach das Unternehmerrisiko durch entsprechend höhere Renditechancen abgegolten wird (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 35; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 – 20 W 7/11, juris Rn. 287; Riegger/Gayk aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 29). Die gerichtliche Überprüfung im Spruchverfahren beschränkt sich nach § 287 Abs. 2 ZPO auf die Kontrolle, ob dessen Bestimmung nach einer anerkannten, gebräuchlichen sowie fachgerecht angewandten Methodik vorgenommen wurde. Insofern sind die Bedenken der Beschwerdeführerin zu 10) gegen die Anwendung des (Tax-)CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlages von vornherein unbehelflich. Denn hierbei handelt es sich um ein der

internationalen Praxis gängiges und von der Rechtsprechung akzeptiertes Modell zur Bestimmung der Risikoprämie (vgl. IDW-S 1 (2008) Rn. 92, 118 ff.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 1/17, juris Rn. 75 sowie die weiteren Nachweise bei Steinle/Liebert/Katzenstein aaO. § 34 Rn. 142, Fn. 363, 364; s.a.: Paulsen aaO. § 305 Rn. 126: „State of the Art“).

Die von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte und von der sachverständigen Prüferin akzeptierte Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern liegt innerhalb der vom FAUB für den Bewertungszeitpunkt empfohlenen Bandbreite von 4,0 % bis 5,0 % nach Steuern (s.a.: OLG München, Beschluss vom 05.05.2015 – 31 Wx 366/13, juris Rn. 81; Riegger/Gayk, aaO-Anh. § 11 SpruchG Rn. 35). Sie ist daher ohne weiteres akzeptabel, ohne dass es aus Rechtsgründen einer inhaltlichen Auseinandersetzung mit der Stichhaltigkeit von Kritikpunkten, die gegen die von dem IDW angewandten betriebswirtschaftlichen Methoden erhoben werden, bedarf (OLG Stuttgart, Beschlüsse vom 24.07.2013 – 20 W 2/12, juris Rn. 165, und vom 05.11.2013 – 20 W 4/12, juris Rn. 115; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17.01.2017 – 21 W 37/12, AG 2017, 626, 630). Dies gilt insbesondere hinsichtlich des - in zahlreichen Spruchverfahren wie auch hier - erhobenen Einwands, dass die vom FAUB nach Einführung der Abgeltungssteuer empfohlene Annahme langer Haltedauern mit einer einperiodisch geführten arithmetischen Mittelwertbildung nicht ohne weiteres vereinbar ist. Dies stellt die in Kenntnis dieser Kritik aufrecht gehaltene Auffassung des FAUB als gebräuchliche und anerkannte Expertenmeinung, die als für die gerichtliche Schätzung des Ertragswertes im Rahmen des § 287 ZPO herangezogen werden kann, nicht erheblich in Frage (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 205; s.a.: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29.02.2012 – I-26 W 2/10, juris Rn. 59). Gleiches gilt für die weiteren methodenkritischen Einwände zahlreicher Beschwerdeführer, die teilweise unter Verweis auf nicht aus Anlass des verfahrensgegenständlichen Bewertungsverfahrens erstellte betriebswissenschaftliche Studien oder Fachbeiträge erhoben wurden, etwa das von Prof. Dr. Großfeld in einem Spruchverfahren vor dem LG Hannover erstellte Sachverständigengutachten, welches sich mit der Ermittlung der anzusetzenden Marktpreisrisikoprämie befasst (vgl. dazu auch: OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2015 – 21 W 26/13, juris Rn. 49; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 23.07.2015 – 12a W 4/15, juris Rn. 56). Zu einer Klärung dieser, in der Betriebswissenschaft hoch umstrittenen Fragen zur Marktrisikoprämie besteht im gerichtlichen Spruchverfahren

kein Anlass (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 18; Steinle/Liebert/Katzenstein aaO. § 34 Rn. 145, jew. m.w.N.).

b) Betafaktor:

Durch den sog. Betafaktor wird im CAPM- bzw. Tax-CAPM-Modell das individuelle Risiko des Bewertungsobjekts im Vergleich zum Marktportfolio abgebildet (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 - 20 W 6/10, juris Rn. 209 mwN.). Liegt das individuelle Risiko des zu bewertenden Unternehmens über dem Marktdurchschnitt, reagiert der Wert seines Eigenkapitals im Durchschnitt also überproportional auf Schwankungen des Marktes, so ist der Betafaktor  $> 1$ ; reagiert der Wert unterproportional auf Marktschwankungen, ist der Wert  $< 1$  (Pauslen aaO. § 305 Rn. 120 m.w.N.). Der Betafaktor unterliegt als aus Vergangenheitswerten geschätzter Zukunftswert (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04.05.2013 - 20 W 6/10, juris Rn. 209 mwN.; Riegger/Gayk aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 36) ebenfalls nicht geringen prognostischen Unsicherheiten. Grundlagen sind individuelle Annahmen und Interpretationen vergangenheitsbezogener Werte, etwa anhand des historischen Verlaufs der Börsenkurse der Aktie selbst bzw. derjenigen einer Vergleichsgruppe (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.07.2014 - 20 W 3/12, juris Rn. 115 mwN.). Auch dieser Faktor entzieht sich somit einer ins Einzelne gehenden Richtigkeitskontrolle (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3 /17, juris Rn. 37). Nicht unumstritten ist bereits, ob der Betafaktor eines an der Börse notierten Unternehmens vorrangig aus eigenen historischen Werten zu ermitteln ist oder ob die Verwendung einer sog. Peer-Group von vornherein geeigneter ist (vgl. zum Streitstand: Riegger/Gayk aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 36); auch im Übrigen sind bei der Bestimmung des Betafaktors eine Vielzahl, in der Wirtschaftswissenschaft teilweise kontrovers diskutierte methodische Einzelfallentscheidungen zu treffen (Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO. § 34 Rn. 148 m.w.N.). Vor diesem Hintergrund kann einer Bestimmung des Beta-Faktors anhand einer - sachgerecht gebildeten - Peer-Group die Geeignetheit nicht von vornherein abgesprochen werden (vgl. Riegger/Gayk, aaO. Anh. § 11 SpruchG Rn. 36). Sind die von dem Bewerter getroffenen methodischen Einzelfallentscheidungen nachvollziehbar begründet und bewegen diese sich auf dem Boden gängiger Praxis, dann sind diese daher jedenfalls geeignet, eine taugliche Grundlage der nach § 287 ZPO vorzunehmenden Schätzung zu bilden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.08.2012 – 21 W 14/11, juris Rn. 80). Nach

diesen Grundsätzen ist der vom Landgericht akzeptierte Ansatz eines Betafaktors (unlevered) von 0,55 nicht zu beanstanden.

aa) Die sachverständige Prüferin hat nachvollziehbar begründet, weshalb das ermittelbare unternehmenseigene Beta nicht hinreichend belastbar ist. Der auf Basis von Daten eines Finanzinformationsdienstleisters für einen Fünf-Jahres-Zeitraum auf Basis monatlicher Renditen mittels linearer Regression gegen den CDAX-Index ermittelte unternehmenseigene Betawert von 0,3 hat sich weder im t-Test (t-Wert 1,80) noch im Bestimmtheitsmaß  $R^2$  (Wert: 0,05) als hinreichend valide erwiesen. Dies passt zu dem nur geringen Handelsumsatz der in Streubesitz befindlichen Aktien im Zeitraum 26. August 2009 bis 25. August 2010 von nur 5,5 % bzw. von nicht mehr als 24 % in den fünf vorhergehenden Jahren. Das Verwerfen des unternehmenseigenen Betas und die Heranziehung einer Peer-Group ist vor diesem Hintergrund sachgerecht (vgl. a. Riegger/Gayk, aaO. Anh. § 11 SpruchG Rn. 40).

bb) Die – mehr oder weniger pauschal - erhobenen Bedenken einzelner Beschwerdeführer und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre gegen die Zusammensetzung der von der Bewertungsgutachterin gebildeten Peer-Group dringen ebenfalls nicht durch. Diese setzt sich aus zwei börsennotierten inländischen Versorgungsunternehmen und drei (west-)europäischen Gasversorgungsunternehmen zusammen. Die Heranziehung einer Vergleichsgruppe wird von der Rechtsprechung – soweit ersichtlich – einhellig akzeptiert (s.o.); eine grundsätzliche Beschränkung auf inländische Unternehmen besteht dabei nicht (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20.12.2010 – 5 W 51/09, juris Rn. 65; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. November 2012 – 12 W 66/06, juris Rn. 178; Riegger/Gayk aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 41 m.w.N.). Wesentlich ist, dass die in die Vergleichsgruppe eingestellten - auch ausländischen - Unternehmen hinsichtlich ihres Geschäftsmodells und des operativen und finanziellen Risikos mit dem zu bewertenden Unternehmen vergleichbar sind (Riegger/Gayk, aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 41 m.w.N.). Dies ist bei den von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Vergleichsunternehmen der Fall. Die von ihr zugrunde gelegten Auswahlkriterien „westeuropäische Gasversorger mit ähnlichem Geschäftsmodell“ und „wesentliche Erlöse aus dem Bereich Vertrieb und Netzbetrieb“ sowie „liquide Aktienstruktur“ (signifikanter Handelsumschlag bei Streubesitz von mehr als 20 %) sind nach Auffassung der sachverständigen Prüferin, der sich der Senat

anschließt, sachgerecht. Diese erscheinen geeignet, ein dem Bewertungsobjekt vergleichbares operatives Risiko herzustellen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 – 20 W 7/11, juris Rn. 408). Die sachverständige Prüferin hat ebenfalls nachvollziehbar erläutert, dass die von der Bewertungsgutachterin abgeleiteten Vergleichsunternehmen diesen geeigneten Kriterien entsprochen haben. Weitere Unternehmen, die zusätzlich oder alternativ als geeigneterer Vergleichsunternehmen hätten herangezogen werden können, waren nach den Ermittlungen der sachverständigen Prüferin nicht zu identifizieren; solche haben die Beschwerdeführer und der Vertreter der außenstehenden Anteilseigner im Beschwerderechtszug im Übrigen auch selbst nicht benannt.

cc) Eine Schätzung anhand historischer Betas geeigneter Vergleichsunternehmen ist von der Rechtsprechung grundsätzlich ebenso akzeptiert, wie die von Seiten der Beschwerdeführer zu 14), 17) und 19) für vorzugswürdig gehaltene Nutzung sog. „Branchenbetas“ (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 181). Die von diesen Beteiligten vorgelegten, von der Regulierungsbehörde ermittelten „Branchenbetas“ erscheinen auch nicht besser zur Abbildung des spezifischen Risikos des betroffenen Unternehmens geeignet, als die von der Bewertungsgutachterin gebildete Vergleichsgruppe. Denn die Antragsgegnerin hat zur Recht darauf hingewiesen, dass das von der Regulierungsbehörde eingeholte Gutachten der Frontier Economics auf die Ableitung allgemeingültiger Risikozuschläge zur Abdeckung netzbetriebsspezifischer Wagnisse ausgelegt war, weshalb die unternehmerischen Aktivitäten der dort herangezogenen Unternehmen ganz überwiegend im Netzgeschäft angesiedelt waren. Entsprechendes ergibt sich auch aus der von den Beschwerdeführern zu 14), 17) und 19) eingereichten Tabelle (S. 3 des Schriftsatzes vom 12.10.2015 = Bl. 2681 d.A.). Danach handelt es sich bei den dort aufgeführten „Branchenbetas“ um „Mittelwerte der Betas für die Strom- und Gasnetzbetreiber“. Die Ertragslage des betroffenen Unternehmens wird demgegenüber maßgeblich durch Umsatzerlöse aus dem Gasabsatz – und nicht aus dem Netzbetrieb – bestimmt, weshalb die von der Regulierungsbehörde veröffentlichten Werte dessen unternehmensspezifische Risiken nicht besser abbilden können, als die herangezogene Peer-Group.

dd) Entgegen dem Einwand der Beschwerdeführer zu 14), 17) und 19) hat die Bewertungsgutachterin den Verschuldensgrad der in die Peer-Group eingestellten e.on AG



nicht anhand einer Zielkapitalstruktur, sondern auf Basis der durchschnittlichen Kapitalstruktur über den Analysezeitraum (August 2005 bis August 2010) erhoben (vgl. S. 71 des Bewertungsgutachtens). Zutreffend weist die Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 26. November 2015 (dort S. 17 = Bl. 2715 d.A.) darauf hin, dass nach den Empfehlungen des IDW bei der Ermittlung des Verschuldensgrades nicht auf Bilanzwerte, sondern – wie von der Bewertungsgutachterin gehandhabt – auf Marktwerte abzustellen ist. Die auf dieser Grundlage erhobenen und zur Berechnung des bereinigten („unlevered“) Beta verwendeten Verschuldensgrade der Vergleichsunternehmen sind daher nicht zu beanstanden.

ee) Den unverschuldeten Beta-Faktor der Peer-Group (0,55) hat die Bewertungsgutachterin in vertretbarer Weise an die zukünftige Kapitalstruktur des betroffenen Unternehmens angepasst (vgl. zur Methodik: OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04.07.2012 – I-26 W 8/10 (AktE), juris Rn. 60; Riegger/Gayk, aaO. Anh. § 11 SpruchG Rn. 42 mwN.) und insoweit einen verschuldeten Betafaktor von 0,66 für die Phase II ermittelt. Diese Anpassung hat die sachverständige Prüferin nachvollziehbar mit dem verzinslichen Fremdkapital in Form von pensionsbezogenen Verbindlichkeiten (vgl. hierzu S. 64 des Bewertungsgutachtens) begründet. Dem danach vergleichsweise geringen Verschuldensgrad des betroffenen Unternehmens hat die Bewertungsgutachterin durch eine Anpassung in lediglich geringem Umfang Rechnung getragen. Soweit einzelne Beschwerdeführer die Angabe der berücksichtigten Verschuldensgrade vermissen, hat die Antragsgegnerin diese in der Beschwerdeerwiderungsschrift vom 15. April 2014 (dort S. 35 = Bl. 2404 d.A.) erschöpfend nachgereicht. Konkrete Einwände gegen die Richtigkeit dieser Angaben haben die Beschwerdeführer nicht erhoben.

ff) Soweit die Beschwerdeführerin zu 10) im Schriftsatz vom 28.06.2016 – erstmals – die Angabe der den verwendeten Betas zugrundeliegenden Berechnungsfaktoren verlangt, war dem nicht nachzukommen. Die Auswahl des bei der Ermittlung relevanten Referenzindex, des Beobachtungszeitraums sowie des Renditeintervalls ist Gegenstand einer kontroversen und nicht abgeschlossenen Diskussion in der Wirtschaftswissenschaft (Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO. Rn. 147 mwN.). Die Bewertungsgutachterin hat die von ihr zugrunde gelegten Betas der Vergleichsunternehmen über einen als zuverlässig bekannten Finanzinformationsdienstleister bezogen (vgl. S. 72 des Bewertungsgutachtens: Bloomberg L.P.). Gegen die Verwendung von allgemein zu-

gänglichen Kapitalmarktdaten bestehen keine methodischen oder rechtlichen Bedenken (vgl. Paulsen aaO: § 305 Rn. 127). Der dem Verlangen nach Auskunft zugrunde gelegte Einwand, Bewertungsgutachterin und sachverständige Prüferin hätten die vom Finanzinformationsdienstleister übernommenen Betas ungeprüft übernommen, geht daher ins Leere. Die sachverständige Prüferin hat zudem aufgrund einer alternativen Berechnung über einen Referenzzeitraum von zwei Jahren sowie von fünf Jahren auf wöchentlicher Basis unverschuldete Durchschnittswerte der in die Peer-Group eingestellten Unternehmen ermittelt, die nah um den von der Bewertungsgutachterin angesetzten Wert herumstreuung. Vor diesem Hintergrund ist aus den von der Beschwerdeführerin zu 10) verlangten Angaben kein erheblicher Erkenntnisgewinn zu erwarten. Nach der vom Senat eingeholten Auskunft des bei der sachverständigen Prüferin tätig gewesenen Wirtschaftsprüfers wurden bei der Ermittlung der Beta-werte der Vergleichsunternehmen ausschließlich nicht adjustierte (raw) Beta-werte verwendet; dies ist rechtlich unbedenklich (vgl. hierzu: OLG Frankfurt, Beschluss vom 18.12.2014 – 21 W 34/12, juris Rn. 87; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18.05.2016 – 12a W 2/15, juris Rn. 74).

c) Wachstumsabschlag:

Der aus Basiszinssatz und dem Risikozuschlag ermittelte Kapitalisierungszinssatz ist für den Zeitraum der ewigen Rente mittels eines Wachstumsabschlags (Inflationsabschlags) zu korrigieren. Dabei ist insoweit bei der Ermittlung der Jahresüberschüsse von einem konstanten nachhaltig zu erzielenden Ergebnis auszugehen; die Berücksichtigung der nachhaltig erwarteten Gewinnsteigerung des konkreten Unternehmens erfolgt über einen Abschlag von dem Kapitalisierungszinssatz (vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO., § 34 Rn. 149). Zugunsten der Anteilseigner ist zu berücksichtigen, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anteilen stärker auswirkt als bei Beteiligungen an Unternehmen, die in der Regel die Möglichkeit haben, Geldentwertungen durch Preiserhöhungen teilweise an ihre Kunden weiterzugeben (vgl. Paulsen aaO., § 305 Rn. 132). Maßgeblich für die Höhe des Wachstumsabschlags ist der Umfang, indem künftige Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite an den Kunden weitergegeben oder durch Effizienzsteigerungen aufgefangen werden können (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 – 20 W 7/11, juris Rn. 433).

Der Wachstumsabschlag bezweckt indes keinen Inflationsausgleich an sich. Es bedarf einer auf den Einzelfall bezogenen Schätzung, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen abgewälzt und darüber hinaus Mengen- und Strukturveränderungen entsprechend des konkreten Wachstumspotentials zu erwarten sind (Senat, Beschluss vom 02.10.2017 – 9 W 3/14, juris Rn. 39; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.07.2014 - 20 W 3/12, juris Rn. 140 m.w.N.; Riegger/Gayk aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 45). Demgemäß basiert auch die Bemessung des Wachstumsabschlages letztlich auf einer Planung und Prognose der Ertragsentwicklung während der Zeit der ewigen Rente (OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.03.2012 – 21 W 11/11, juris Rn. 83). Hierbei ist dem betroffenen Unternehmen ein gewisser Prognosespielraum zuzubilligen, der im Spruchverfahren nur auf Widerspruchsfreiheit und Plausibilität zu überprüfen ist (OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.12.2013 – 21 W 36/12, juris Rn. 109). Die Ermittlung dieses von der sachverständigen Prüferin akzeptierten Wertes durch die Bewertungsgutachterin beruht auf anerkannten Methoden und einer schlüssigen und nachvollziehbaren Anwendung auf die konkreten Bedingungen des betroffenen Unternehmens. Der Senat legt ihn deshalb nach dem Maßstab des § 287 ZPO in Übereinstimmung mit dem Landgericht, auf dessen Ausführungen in den Gründen der angefochtenen Entscheidung insoweit verwiesen werden kann, seiner Schätzung zugrunde.

aa) Es begegnet keinen generellen methodischen Bedenken, den Wachstumsabschlag mit 0,25 % niedriger als die Inflationsrate anzusetzen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.07.2014 - 20 W 3/12, juris Rn. 136 ff.). Ein allgemein bekanntes Wissen, dass die Steigerung der Unternehmensgewinne regelmäßig die Inflation mindestens ausgleicht, besteht entgegen der Behauptung einzelner Beschwerdeführer nicht. Entgegen der Auffassung einiger Beschwerdeführer ist dieser Wert nicht etwa deshalb unplausibel, weil damit notwendigerweise eine "Auszehrung" des Unternehmens bzw. ein andauerndes Schrumpfen seiner Erträge unterstellt wird (vgl. hierzu: Steinle/Liebert/Katzenstein aaO., § 34 Rn. 150). Denn selbst ein Wachstumsfaktor von „0 %“ bedingt – solange die am Kapitalmarkt geforderten Kapitalkosten erwirtschaftet werden können – nicht zwangsläufig eine Beendigung der Unternehmenstätigkeit, sondern steht mit volkswirtschaftlichen Annahmen zur langfristigen Gewinnentwicklung eines Unternehmens im Wettbewerbsmarkt in Einklang (OLG Frankfurt, Beschluss vom 17.06.2010 – 5 W 39/09, juris Rn. 62). Empirische Untersuchungen haben zudem gezeigt, dass das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen in der Vergangenheit regelmäßig hinter der Inflation zurückgeblieben sind (vgl. die Nachweise bei Riegger/Gayk

aaO., Anh. § 11 SpruchG Rn. 45 mit Fn. 231). Insgesamt ist hinsichtlich dieser in der betriebswissenschaftlichen Lehre umstrittenen Frage weiterhin kein einheitliches Bild festzustellen; eine hinreichend belastbare Aufklärung ist auch durch ein ergänzendes Sachverständigengutachten nicht zu erwarten (OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.08.2012 – 21 W 14/11, juris Rn. 114 = NZG 2012, 1382; OLG Stuttgart, Beschlüsse vom 17.10.2011 – 20 W 7/11, juris Rn. 448 und vom 17.07.2014 – 20 W 3/12, juris Rn. 144 jeweils auch zu hierzu veröffentlichten Studien und Literaturmeinungen).

Ein Wachstumsabschlag von 0,25 % repräsentiert entgegen der von Antragstellerseite unter Verweis auf Literaturmeinungen und Einzeluntersuchungen vorgebrachten Behauptung auch keine sinkenden, sondern nachhaltig steigende, wenngleich unterhalb der allgemeinen Geldentwertungsrate bleibende Erträge (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 – 20 W 7/11, juris Rn. 445; OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.08.2012 – 21 W 14/11, juris Rn. 109 ff.). Denn er impliziert - entgegen dem Verständnis der Beschwerdeführer zu 14), 16) und 17) und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre - eine vollständige Kompensation der steigenden Ausgaben durch eine Steigerung von Einnahmen und/oder Effizienz sowie einen darüber hinaus gehenden Mehrertrag von 0,25 % (vgl. a.: OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011 – 20 W 7/11, juris Rn. 434 sowie S. 104 der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 20.12.2012).

bb) Der von der Bewertungsgutachterin angesetzte Abschlag von 0,25 % liegt unterhalb der üblicherweise in der Bewertungspraxis angesetzten Werte von 0,5 % bis 2% bzw. 3 % (hierzu: OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.07.2014 – 20 W 3/12, juris Rn. 135; Riegger/Gayk, aaO. Anh. § 11 SpruchG Rn. 46). Die sachverständige Prüferin hat gleichwohl den Ansatz eines unterdurchschnittlich niedrigen Wachstumsabschlags mit Blick auf die limitierten Wachstumsaussichten des betroffenen Unternehmens aufgrund eines räumlich begrenzten Absatzgebietes und des erwarteten Wettbewerbsdrucks aufgrund der Gasmarktliberalisierung für plausibel gehalten. Die Annahme begrenzter Wachstumsperspektiven ist nachvollziehbar begründet und im Hinblick auf die eingeschränkte gerichtliche Kontrolldichte bezüglich prognostischer Annahmen nicht zu beanstanden.

(a) Die Beschwerdegegnerin weist zutreffend darauf hin, dass in der Phase der ewigen Rente das thesaurierungsbedingte Wachstum bereits in den finanziellen Überschüs-

sen angesetzt ist (S. 65 des Bewertungsgutachtens) und lediglich darüberhinausgehende Wachstumspotentiale, etwa aus Überrenditen und inflationsbedingten Wachstumseffekten, im Kapitalisierungszinssatz Berücksichtigung finden können (vgl. Bl. 51 des Prüfberichts und Bl. 104 der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 20.12.2012). Der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 0,25 % entspricht dabei einem nachhaltigen Gewinnwachstum von ca. 2,78 %.

(b) Soweit einzelne Beschwerdeführer wie auch der Vertreter der außenstehenden Aktionäre die Annahme eines Bevölkerungsrückgangs im Versorgungsgebiet und einem damit einhergehenden absinkenden Absatzniveau im Privatkundensegment anzweifeln, gründen die diesbezüglichen Planannahmen auf einer tragfähigen statistischen und prognostischen Grundlage; auf die obigen Ausführungen (IV.B.3.b.dd) kann Bezug genommen werden. Der Umstand, dass hinsichtlich der zukünftigen, und damit einer exakten Voraussage nicht zugänglichen Entwicklungen auch andere Erwartungen vertretbar sind, stellt die Plausibilität der tatsächlichen Grundlagen der Schätzung nicht in Frage. Eine über den Erhalt der bestehenden Ertragskraft hinausgehende Ertragerweiterung lässt sich entgegen der Ansicht einzelner Beschwerdeführer durch die in der Investitionsplanung eingestellten Abschreibungen nicht begründen. Die in der Nachhaltigkeit in Ansatz gebrachten Reinvestitionsausgaben waren ausweislich des Prüfberichts (dort S. 34; s.ä. S. 62 des Bewertungsgutachtens) ausschließlich auf den Erhalt der vorhandenen Anlagegüter unter Berücksichtigung der durch die Gasnetzentgeltverordnung bestimmten Nutzungsdauern ausgerichtet.

### C.

Der gewichtete Durchschnittswert der für den Zeitraum 17. Juni 2010 bis 16. September 2010 ermittelten Börsenkurse hat keine Aussagekraft für den Verkehrswert der Aktie am Bewertungsstichtag. Das Landgericht hat ihm daher zutreffend im Rahmen der Ermittlung des Entschädigungswertes keine Bedeutung beigemessen.

1.

Weil der Minderheitsaktionär bei einer unfreiwilligen Übertragung seiner Aktien jedenfalls nicht weniger erhalten darf, als er am Tag der Strukturmaßnahme (Hauptversammlung) bei einer freien Deinvestitionsentscheidung erhalten hätte, stellt der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären zu gewährenden Abfindung dar (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289; BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00, AG 2001, 417; BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09, BGHZ 186, 229; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 – 12a W 5/15, AG 2015, 789, 790; Steinle/Liebert/Katzenstein, aaO., § 34 Rn. 162). Auch bei lediglich im Freiverkehr gehandelten Aktien (hierzu: Bungert/Leyendecker-Langner, BB 2014, 521, 523) kann der Börsenwert nicht unberücksichtigt bleiben. Denn auch Kurse oder andere Werte aus außerbörslichem Handel können grundsätzlich ein bei der Wertfindung zu berücksichtigendes Wertgeschehen darstellen, aus dem sich ein Verkehrswert ableiten lässt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13.03.2008 – I-26 W 8/07 AktE, juris Rn. 32). Der Börsenwert ist grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Maßnahme zu ermitteln (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09, juris Rn. 10 und 11 = BGHZ 186, 229). Der Festsetzung ist ein Referenzkurs zugrunde zu legen, der unter Ausschluss außergewöhnlicher Tagesausschläge oder kurzfristiger sich nicht verfestigender sprunghafter Entwicklungen aus dem Mittel der Börsenkurse der letzten drei Monate vor dem Stichtag gebildet wird (BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00, juris Rn. 31 = BGHZ 147, 108, 109). Stichtag ist der Tag der Bekanntmachung der die Barabfindung auslösenden Strukturmaßnahme, weil mit der Ankündigung einer Strukturmaßnahme die Markterwartung an die Abfindungshöhe an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes und damit des der Aktie innewohnenden Verkehrswertes tritt (BGH, Beschluss vom 19.07.2010 – II ZB 18/09, juris Rn. 12 = BGHZ 186, 229; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 1/17, juris Rn. 27). Bei der Entwicklung des Referenzkurses sind die Vorgaben des § 5 Abs. 3 WpÜG-AngebotsVO zugrunde zu legen (OLG München, Beschluss vom 11.07.2006 – 31 Wx 041/05, AG 2007, 246, 248; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 1/17, juris Rn. 31; Grunewald in MüKo-AG, 4. Aufl. § 327b Rn. 10). Liegt zwischen dem Stichtag und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum, kann dies eine Anpassung notwendig machen (BGH, Beschluss vom

19.07.2010 – II ZB 18/09, juris Rn. 30 = BGHZ 186, 229; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 – 12a W 5/15, AG 2015, 789, 791).

Der Umstand, dass das Landgericht den Tag der Bekanntgabe nicht in den Referenzzeitraum eingerechnet, sondern diesen am Tag vor der Bekanntmachung hat enden lassen, ist im vorliegenden Fall schon deshalb nicht von Relevanz, weil die Festlegung des Referenzzeitraums von den Beschwerdeführern nicht angegriffen worden ist (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.11.2009 – I-26 W 6/07 AktE, juris Rn. 43)

## 2.

Ein Rückgriff auf den Börsenkurs zur Bestimmung des Verkehrswertes scheidet indes aus, wenn er diesen nicht widerspiegelt und deshalb zur Wertbestimmung nicht aussagekräftig ist (Dreier in Dreier/Fritzsche/Verfürth, SpruchG, 2. Aufl., § 11 Rn. 202 m.w.N.). Eine Unterschreitung des grundsätzlich die Untergrenze bildenden Börsenwertes kommt namentlich in Betracht, wenn eine Marktengung entstanden und deshalb ungewiss ist, ob der einzelne Minderheitsaktionär seine Aktien am Tag der Hauptversammlung tatsächlich zu einem bestimmten, aus dem Durchschnitt eines für einen vergangenen Zeitraum ermittelten Kursverlaufs sich ergebenden Referenzwert hätte verkaufen können (BGH, Beschluss vom 12.03.2001 – II ZB 15/00, juris Rn. 20 = BGHZ 147, 108). Ein solches Verständnis ist verfassungsrechtlich unbedenklich, weil Art. 14 GG eine Entschädigung zum „wahren“ Wert, mindestens aber zum Verkehrswert, jedoch keine Entschädigung zum Börsenkurs verlangt. Der zu entschädigende Verkehrswert einer Aktie ist zwar regelmäßig, nicht aber stets mit ihrem Börsenwert identisch (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, juris, Rn. 66). Der Antragsgegnerin muss daher die Möglichkeit eingeräumt werden, im Spruchverfahren darzulegen und gegebenenfalls zu beweisen, dass der Börsenwert nicht dem Verkehrswert entspricht, etwa, weil längere Zeit praktisch überhaupt kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat (BVerfG, Beschluss vom 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, juris Rn. 67).

Entgegen dem Vorbringen einzelner Beschwerdeführer lassen sich § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO durchaus handhabbare Kriterien für die Prüfung entnehmen, ob der Börsenkurs zur Abbildung des zu entschädigenden Verkehrswerts geeignet ist (OLG

Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 - 12 W 1/17, juris, Rn. 39 m.w.N.; Bunter/Leyendecker-Langner BB 2014, 521, 524; ähnlich: OLG München, Beschluss vom 17.07.2014 - 31 Wx 407/13, juris, Rn. 15). Dies gilt nach Ansicht des Senats auch in Fällen, in denen - wie hier - die Wertpapiere nur im Freiverkehr gehandelt wurden (vgl. a. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 - 12a W 5/15, juris Rn. 36). Von einer Marktengung kann bei im Freiverkehr gehandelten Papieren danach im Grundsatz jedenfalls dann ausgegangen werden, wenn kumulativ während des Referenzzeitraums an weniger als einem Drittel der Börsentage Kurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abgewichen sind. Mit Blick auf den bei einem Squeeze-Out-Verfahren typischerweise nur geringen Streubesitz (vgl. § 327a Abs. 1 S. 1 AktG) kann allerdings an den Aktienumsatz als solchem keine hohen Anforderungen gestellt werden (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22.06.2015 - 12a W 5/15, juris Rn. 37). Bestand innerhalb des Referenzzeitraums an vielen Tagen eine realistische Möglichkeit, die Aktie an der Börse zu veräußern, kann der Kurs auch in diesem Fall nicht von vornherein außer Betracht bleiben (Grunewald aaO. § 327b Rn. 10 m.w.N.). Dies gilt selbst dann, wenn nicht sämtliche Minderheitsaktionäre im Referenzzeitraum tatsächlich die Möglichkeit gehabt haben, ihre Aktien zu verkaufen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.02.2008 - 20 W 9/06 -, Rn. 50, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.11.2009 - I-26 W 6/07 AktE -, juris Rn. 51). Ein besonderes Augenmerk ist dann aber auf die Frage zu richten, ob der Kurs trotz des nur geringen Handelsvolumens den Verkehrswert noch hinreichend abbildet (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13.03.2008 - I-26 W 8/07 AktE, juris Rn. 33). Hierbei obliegt es der Mehrheitsaktionärin, im Spruchverfahren darzulegen und ggfs. zu beweisen, dass der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert entspricht, etwa, weil längere Zeit überhaupt kein Handel mit den Aktien des betroffenen Unternehmens stattgefunden hat (OLG München, Beschluss vom 11.07.2006 - 31 Wx 041/05, AG 2007, 246, 247; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 - 12 W 1/17, juris Rn. 38). Gleiches gilt, wenn bei ausschließlich im Freiverkehr gehandelten Papieren wertrelevante Informationen nicht in signifikantem Umfang in die Kursbildung eingeflossen waren (OLG München, Beschluss vom 17.07.2014 - 31 Wx 407/13, juris Rn. 13).



3.

a) Ob – wie die Beschwerdegegnerin meint – auf den Börsenwert hier schon deshalb nicht abgestellt werden kann, weil im maßgeblichen Zeitraum ein Handel nur an weniger als einem Drittel der möglichen Handelstage stattgefunden hat, kann dahinstehen. Nach den Feststellungen des Landgerichts fand im Referenzzeitraum lediglich an acht Tagen (von insgesamt 66 Börsentagen) ein Handel mit den Aktien des betroffenen Unternehmens statt. Dieser erfasste 138 von 19.300 im Streubesitz befindlicher Papiere. Der Umstand, dass daneben jedenfalls an einzelnen Tagen Geldkurse festgesetzt werden konnten und damit im Grundsatz ein weitergehendes Kaufinteresse bestanden hat, kann allerdings darauf hindeuten, dass den Minderheitseigentümern gleichwohl eine Veräußerung ihrer Aktien möglich gewesen wäre (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25.11.2009 – I-26 W 6/07 AktE, juris Rn. 51; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06, juris, Rn. 53).

b) Für die Prognose eines Verkehrswertes, zu dem ein typischer Anleger hätte verkaufen können, reicht die Feststellung einer vorhandenen Nachfrage allerdings nicht aus. Wie die Regelung in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO zeigt, kommt es vielmehr auf eine Gesamtbetrachtung der Marktumstände im Einzelfall an. Diese ergibt, dass sich aufgrund der Preisschwankungen aus dem für die Referenzperiode ermittelten Durchschnittswert von 157,88 EUR die Annahme einer entsprechenden Deinvestitionsmöglichkeit zum Zeitpunkt der Hauptversammlung nicht hinreichend verlässlich ableiten lässt.

aa) Selbst, wenn den Minderheitseignern ein Verkauf von Aktien möglich gewesen wäre, ist zu prüfen, ob der Kurs im Referenzzeitraum so hinlänglich stabil war, dass daraus auf einen (ohne die Strukturmaßnahme voraussichtlich gegebenen) Wert am Stichtag geschlossen werden kann. Dies ist nicht – wie die Beschwerdeführerin zu 10) vorbringt – ausschließlich dann zu verneinen, wenn Anhaltspunkte für eine Marktmanipulation ersichtlich sind. Vielmehr kommt es entscheidend darauf an, dass die Börsenkurse auf einem realen und nicht nur marginalen Marktgeschehen beruhen, dem ein ausreichender Handel oder zumindest eine, zu einigermaßen konstantem Kurs anhaltende Nachfrage nach den Aktien zugrunde liegt. Dabei ist – wie auch bei der Regelung in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO – neben dem Ausmaß des tatsächlichen Handels

auch die Volatilität der Kurse in den Blick zu nehmen. Erforderlich ist letztlich eine Gesamtbetrachtung der Marktumstände im Einzelfall, quantitative Begrenzungen lassen sich nicht schematisch festlegen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06, juris Rn. 53).

bb) Das Landgericht hat festgestellt, dass im Referenzzeitraum mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abwichen. Die hiergegen gerichteten Angriffe der Beschwerdeführerin zu 10) dringen nicht durch. Vielmehr entspricht das von ihr in erster Instanz vorgelegte Kursblatt (Anlage „ASt 8“ zur Antragschrift vom 28. März 2011, Bl. 736 ff. d.A.) insoweit der von der Beschwerdegegnerin in erster Instanz vorgelegten Aufstellung (Anlage „Ag 5“ zur Antragserwiderung vom 12. Juli 2011 = Bl. 1013 d.A.). Hieraus geht hervor, dass nach dem Handel vom 2. August 2010 zu 155,20 EUR der nächste Handel am 13. August 2010 zu 165,00 EUR stattgefunden hat (entspricht Kurssprung von 6,3 %). Der nächste Handel fand am 19. August 2010 zu 155,21 EUR statt (entspricht Kurssprung von über 5,9 %). Der nächste Handel war am 1. September 2010 zu 165,90 EUR (entspricht Kurssprung von 6,9 %), darauf folgend am 3. September 2010 zu 156,05 EUR (entspricht Kurssprung von 5,9 %). Entgegen der Auffassung der Beschwerdegegnerin zu 10) kommt es insoweit auch nicht auf den gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Kursabweichung unter Einschluss des Ausgangswertes an (so aber: Kremer/Oesterhaus in KK-WpÜG, 2. Auf., § 31 Anh. - § 5 AngebVO, Rn. 23). Der Wortlaut von § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO („weichen mehrere Börsenkurse ... voneinander ab“) gibt für ein solches Verständnis nichts her.

#### IV.

##### 1.

Da sämtliche Rechtsmittel nach dem 1. August 2013 eingelegt wurden, ist nach § 136 Abs. 5 S. 1 Nr. 2 i.V.m. Abs. 1 Nr. 2 GNotKG § 15 SpruchG in seiner ab diesem Tag geltenden Fassung anzuwenden. Die Haftung der Beschwerdegegnerin für die Gerichtskosten folgt aus § 23 Nr. 14 GNotKG. Ein Abweichen von dem Grundsatz, dass im Spruchverfahren jeder Beteiligte seine außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen hat (Fritzsche aaO., § 15 Rn. 27), war nicht aus Gründen der Billigkeit (§ 15 Abs. 2

SpruchG) veranlasst. Dahinstehen kann, ob § 15 Abs. 2 SpruchG hinsichtlich der Übertragung außergerichtlicher Kosten auf andere Beteiligte abschließend ist, oder ob § 84 FamFG in Ausnahmefällen es zulässt, außergerichtliche Kosten der Antragsgegnerin auf die Antragssteller zu übertragen (bejahend: OLG München, Beschluss vom 13.12.2016 – 31 Wx 186/16, juris Rn. 14 ff., dort auch zur Gegenansicht; s.a. Kubis in MK-AktG, 4. Aufl., § 15 SpruchG, Rn. 22). Ein solcher Ausnahmefall, der aus Gründen der Billigkeit eine Kostenerstattung erforderlich macht, ist hier nicht gegeben.

2.

Die Festsetzung des (Mindest-)Geschäftswertes folgt aus § 74 S. 1, 2. Hs. GNotKG.

3.

Die Rechtsbeschwerde war nicht zuzulassen, weil weder die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung hat noch die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts erfordert (§ 70 Abs. 2 S. 1 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG).