

I-26 W 4/16 [AktE]

18 O 52/13 [AktE]

LG Dortmund



OBERLANDESGERICHT DÜSSELDORF

BESCHLUSS

in dem Spruchverfahren
zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung
für die durch Squeeze-out (§§ 327a, 327b AktG) auf die

übertragenen Aktien der Minderheitsaktionäre der

Itelligence AG, Bielefeld,

an dem noch beteiligt sind:

g e g e n

weiter beteiligt:

als gemeinsamer Vertreter der Minderheitsaktionäre,

hat der 26. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Düsseldorf durch die Vorsitzende Richter
am Oberlandesgericht den Richter am Oberlandesgericht
und die Richterin am Oberlandesgericht

am 30.04.2018

b e s c h l o s s e n :

Auf die Beschwerde der Antragsgegnerin vom 18.12.2015 und unter Zurückweisung der Anschlussbeschwerden des Antragstellers zu 35) vom 12.08.2016 und des Antragstellers zu 68) vom 8.11.2016 wird der Beschluss der IV. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Dortmund vom 4.11.2015 – 18 O 52/13 (AktE) – in Verbindung mit dem Nichtabhilfebeschluss vom 8.03.2016 teilweise abgeändert und klarstellend wie folgt neu gefasst:

Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung eines angemessenen Abfindungsbetrags werden zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters trägt die Antragsgegnerin. Diese hat auch die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller erster Instanz zu tragen. Im Übrigen findet eine Erstattung außergerichtlicher Kosten nicht statt.

Der Geschäftswert für beide Instanzen wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Itelligence AG (I.).

Die im Mai 2000 gegründete I. ist die Muttergesellschaft einer global agierenden Unternehmensgruppe mit Tochtergesellschaften im In- und Ausland. Ihre Geschäftstätigkeit umfasst IT-Dienstleistungen, insbesondere die SAP-Beratung, den SAP-Lizenzvertrieb, applikationsbasierte Leistungen zur Unterstützung von IT-Organisationen sowie das Hosting und die Wartung von SAP-Software für mittelständische Unternehmen. Die geographischen Regionen, in denen die I. tätig ist, sind in USA, Deutschland/Österreich/Schweiz („DACH“), Westeuropa, Osteuropa, Asien und Sonstige aufgeteilt.

Die Antragsgegnerin hatte 2007 ein Übernahmeangebot für die I. abgegeben und bis Januar 2008 etwa 87 % der Anteile erworben. Auf der Grundlage eines im Oktober 2012 bekannt gegebenen öffentlichen Erwerbsangebots i.H.v. 10,80 € je Stückaktie erwarb sie weitere zu diesem Zeitpunkt noch ausstehende Anteile. Ende Dezember 2012 übermittelte sie dem Vorstand der I. das förmliche Verlangen, deren Hauptversammlung den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen (sog. Squeeze-out).

Zum Bewertungsstichtag betrug das Grundkapital 30.014.838 € und war eingeteilt in 30.014.838 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien, die zum Handel am regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen waren und im XETRA-Handel an der Frankfurter Wertpapierbörse und im Freiverkehr an den Wertpapierbörsen Hamburg, Stuttgart, Düsseldorf, Berlin und München gehandelt wurden. Die Aktien wurden in den Prime-All-Share-Index (Technologie-Branchenindex) aufgenommen. Hauptaktionärin war die Antragsgegnerin, die rund 98,43 % der Aktien (29.544.428 Stückaktien) hielt. Die restlichen Aktien (470.410 Stückaktien) befanden sich im Streubesitz.

Am 23.05.2013 beschloss die Hauptversammlung der I. die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin. Der Übertragungsbeschluss sieht eine Barabfindung mit 10,80 € je Stückaktie vor; auf diesen Wert hatte die Unternehmensleitung der Antragsgegnerin ihr Übertragungsverlangen unter Berücksichtigung der auf der Grundlage des im Oktober 2012 bekannt gegebenen öffentlichen Erwerbssangebots gezahlten Gegenleistung festgesetzt.

Die von der Antragsgegnerin beauftragten Bewertungsgutachter hatten den Unternehmenswert bezogen auf den Bewertungsstichtag 23.05.2013 in ihrem Bewertungsgutachten vom 4.04.2013 unter Berücksichtigung des Bewertungsstandards IDW S1 2008 mit 311,9 Mio. € ermittelt und daraus resultierend einen Wert je Stückaktie in Höhe von 10,39 € abgeleitet. Der Schätzung der zukünftigen Ergebnisse haben sie die Unternehmensplanung für die Jahre 2013 bis 2017 zugrunde gelegt, wobei sie die geplante Entwicklung des Umsatzes und der Profitabilität als ambitioniert eingeschätzt haben. Den Basiszins haben sie (zunächst) mit 2,5 % vor bzw. 1,84 % nach persönlicher Einkommensteuer angesetzt, wobei sie darauf hingewiesen haben, dass eine Anpassung des ermittelten Werts erforderlich sei, falls sich bis zum Stichtag der beschlussfassenden Hauptversammlung Veränderungen bei den Grundlagen der Bewertung ergeben würden; in ihrer späteren Stichtagserklärung vom 23.05.2013 (Anlage AG 7, Bl. 1066 GA) haben sie im Referenzzeitraum einen niedrigeren Basiszins - gerundet 2,25 % vor Steuern - festgestellt; da der auf dieser Grundlage ermittelte anteilige Unternehmenswert mit 10,76 € je Aktie gleichwohl niedriger ausfiel als die mit 10,80 € vorgesehene Barabfindung, haben sie indes keinen Anlass für eine höhere Kompensationsleistung gesehen.

Die Marktrisikoprämie haben sie – gestützt auf die Empfehlung des FAUB vom 19.09.2012 (FN-IDW 2012, 568 f.) – mit 5,5 % nach Steuern bemessen. Den Betafaktor haben sie auf der Basis einer Peer Group eines finnischen und zweier französischer Vergleichsunternehmen unter Heranziehung breiter lokaler Indexe (CAC AllShares für die französischen Vergleichsunternehmen, Helsinki AllShares für das finnische Vergleichsunternehmen) abgeleitet und mit 1,05 (unverschuldet) zugrunde gelegt, so dass sich im Ergebnis für die erste Phase Kapitalisierungszinssätze zwischen 8,8 % und 8,13 % ergaben. Für die Phase der ewigen Rente (Geschäftsjahre 2018 ff.) haben sie einen Wachstumsabschlag von 1,5 % und daraus resultierend einen Kapitalisierungszinssatz von 6,6 % für angemessen erachtet. Der durchschnittliche Börsenkurs im Referenzzeitraum drei Monate vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens lag mit 10,25 € je Stückaktie unter dem im Bewertungsgutachten ermittelten anteiligen Unternehmenswert.

Die vom Landgericht zur sachverständigen Prüferin gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG bestellte

bestätigte die Angemessenheit der Barabfindung. Den von [] ermittelten Ertragswert hat sie in ihrem Prüfbericht vom 11.04.2013 u. a. anhand von Sensitivitätsanalysen und Börsenkurs-Multiplikatoren plausibilisiert und festgestellt, dass er im oberen Bereich der durch Multiplikatoren abgeleiteten plausiblen Bandbreite liegt. Den von [] zugrunde gelegten Peer Group-Betafaktor hat sie anhand eigener Berechnungen nachvollzogen; zudem hat sie eine eigenständige Ableitung des Betafaktors unter Heranziehung des MSCI All Country World (wöchentlich) über Betrachtungszeiträume von zwei bis fünf Jahren vorgenommen und zu Vergleichszwecken Tages- und Monatsbetafaktoren auf Basis des EuroStoxx und des CDAX zu Vergleichszwecken erhoben, wobei sie zu dem Ergebnis gelangt ist, dass der im Bewertungsgutachten verwendete Betafaktor der Höhe nach sachgerecht und angemessen ist. In ihrer Stichtagserklärung – ebenfalls vom 23.05.2013 – hat sie ergänzend darauf hingewiesen, dass der rechnerische Wert je Stückaktie auch unter Zugrundelegung des *ungerundeten* Basiszinssatzes im Referenzzeitraum - 2,33 % vor Steuern - mit 10,65 € niedriger als die im Übertragungsbeschluss mit 10,80 € festgelegte Barabfindung ausfiele (Anlage AG 5, Bl. 1062 f. GA).

Der Übertragungsbeschluss wurde am 17.06.2013 in das Handelsregister eingetragen und zuletzt am 27.06.2013 bekannt gemacht.

Die Antragsteller haben die im Übertragungsbeschluss festgelegte Kompensation für zu gering gehalten. U.a. sei die zugrunde gelegte Planung zu pessimistisch, die angenommenen Kapitalisierungszinssätze seien unangemessen. Basiszins, Marktrisikoprämie und Risikozuschlag seien zu hoch, der Wachstumsabschlag sei zu niedrig angesetzt worden.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre haben beantragt,

eine angemessene Barabfindung festzusetzen.

Die Antragsgegnerin hat beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Sie hat gemeint, die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung sei angemessen.

Das Landgericht hat die sachverständige Prüferin beauftragt, ergänzend zu verschiedenen Fragen zur Bilanzplanung, zum Betafaktor und zur Marktrisikoprämie Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen zur Höhe des Unternehmenswertes bei geänderten Bewertungsparametern durchzuführen. Im Termin vom 28.05.2015 ist sie u.a. hierzu angehört und ihr aufgegeben worden, weitere Alternativberechnungen mit geänderten Kapitalisierungsparametern anzustellen. Daraufhin hat sie den Unternehmenswert in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 1.06.2015 - entsprechend den landgerichtlichen Vorgaben, u.a. unter Verwendung eines Betafaktors von 0,91 (unlevered), einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern, eines Basiszinses von 2,33 % und eines Wachstumsabschlags von 1,5 % - mit 475.261 T € und einen Wert von 15,83 € je Stückaktie errechnet. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die ergänzenden Stellungnahmen vom 19.05.2015, 1.06.2015 und auf das Sitzungsprotokoll (Bl. 1569 ff. GA) verwiesen.

Mit Beschluss vom 4.11.2015 hat das Landgericht den Antrag der Antragstellerin zu 60) als unzulässig verworfen; die Höhe der Barabfindung hat es – auf der Basis der o.e. Alternativberechnung unter Ansatz eines Betafaktors von 0,91 (unlevered), einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern sowie des von der sachverständigen Prüferin in ihrer Stichtagserklärung ermittelten, ungerundeten Basiszinses von 2,33 % – auf 15,83 € je Aktie festgesetzt.

Zur Begründung hat die Kammer u.a. ausgeführt, für die zu prognostizierende Ergebnisentwicklung, insbesondere für die Umsatzentwicklung und die in Ansatz zu bringenden Thesaurierungen könnten die Zahlen herangezogen werden, die die Bewertungsgutachter ihrer Wertermittlung zugrunde gelegt und der Prüfer gebilligt habe. Auch der mit 1,5 % für die Phase der ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag sei angemessen. Hingegen sei der Basiszins nach der Stichtagserklärung des Prüfers zum 23.05.2013 von 2,5 % auf 2,33 % zu reduzieren. Überdies sei die Marktrisikoprämie mit 4,5 % (statt 5,5 %) nach Steuern anzusetzen. Dabei hat sich die Kammer auf Erwägungen des Landgerichts Frankfurt in seinem Beschluss vom 25.11.2014 (3-05 O 43/13) gestützt, wonach die Marktrisikoprämie auf der Grundlage der Kapitalmarktuntersuchung von Stehle (WPg 2004, 906 ff.) „in der Regel“ mit 4,5 % nach Steuern angesetzt werden könne. Der Hinweis auf die Finanzkrise und den damit einhergehenden Verfall des Zinssatzes beim Basiszins rechtfertigten es – entgegen der Empfehlung des FAUB vom 19.09.2012 – nicht, die Marktrisikoprämie zu erhöhen. Die Finanzkrise sei nur ein vergleichsweise kurzfristiger wirtschaftlicher Abschwung und in die nach der Untersuchung von Stehle maßgebliche Marktrisikoprämie bereits „eingepreist“. Die von Stehle untersuchte Zeitspanne umfasse mehrere volkswirtschaftliche Zyklen und damit sowohl Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs als auch Krisenphasen. Gegen die Schätzung der Marktrisikoprämie mit 5,5 % – dem Mittelwert der vom FAUB empfohlenen erhöhten Bandbreite – spreche auch, dass dieser nicht „konkret nachvollzogen“ werden könne. Zwar habe die sachverständige Prüferin bei der Anhörung erläutert, dass es verschiedene Analysen gebe, auf die sich die Empfehlung gestützt habe, und dass auch Börsenmultiplikatoren eine erhöhte Risikoaversion nahe legten. Daraus ergebe sich aber nicht, dass sich die Finanzmarktkrise so nachhaltig und dauernd auf die Marktrisikoprämie auswirke, dass deren Anpassung geboten sei. Überdies hat das Landgericht einen gegenüber dem Bewertungsgutachten niedrigeren Betafaktor (0,91 statt 1,05) herangezogen. Dies hat es damit begründet, dass zwar –

im Einklang mit den Feststellungen der Bewertungsgutachter und der sachverständigen Prüferin – der unternehmenseigene Betafaktor zur Schätzung des zukünftigen unternehmensspezifischen Risikos ungeeignet sei. Auch sei die im Bewertungsgutachten herangezogene Gruppe von Vergleichsunternehmen nicht zu beanstanden. Abweichend von der Vorgehensweise der Bewertungsgutachter

sei jedoch anstelle von lokalen breiten Indizes der MSCI All Country World Index als Referenzindex heranzuziehen, weil es sich bei den Vergleichsunternehmen um international tätige Unternehmen handle und der MSCI All Country World Index ein sehr breites Marktportfolio umfasse; er sei daher „allein sachgerecht“. Zum anderen sei es „allein sachgerecht“, einen fünfjährigen Betrachtungszeitraum zu wählen, um etwaige Auswirkungen der Finanzkrise auf das zugrunde zulegende Beta „nicht zu stark durchschlagen“ zu lassen. Überdies sei der Betafaktor auf der Grundlage wöchentlicher (statt monatlicher) Renditeintervalle zu ermitteln, weil damit eine größere Datenbasis und höhere Genauigkeit verbunden sei. Der auf der Grundlage der dementsprechend veränderten Kapitalisierungsparameter ermittelte Unternehmenswert liege zwar mit 475.261 T € deutlich oberhalb der Bandbreite, die die Sensitivitätsanalysen ergeben hätten, zugleich impliziere er auf der Grundlage des Börsenkurses „immerhin“ eine Unterbewertung der Aktie um ca. 1/3; gleichwohl bestehe kein Anlass zu einer anderen Wertfestsetzung, da die Abweichungen „letztlich allein auf einem etwas anderen Basiszins, einem geringeren Betafaktor und einer geringeren Marktrisikoprämie“ beruhten. Wegen der weiteren Ausführungen wird auf die Gründe des angefochtenen Beschlusses verwiesen.

Hiergegen wenden sich die Antragsgegnerin mit ihrer Beschwerde, der das Landgericht mit Beschluss vom 8.03.2016 nicht abgeholfen hat, sowie die Antragsteller zu 35) und 68) mit ihren Anschlussbeschwerden.

Die Antragsgegnerin rügt, das Landgericht habe die Barabfindung zu Unrecht erhöht; die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung sei angemessen. U.a. macht sie geltend, der mit 15,83 € je Stückaktie errechnete Wert halte einer Plausibilisierung nicht stand, weil er um mehr als 100 % über dem Durchschnittsbörsenkurs in den drei Monaten vor der am 29.10.2012 veröffentlichten Bekanntmachung des öffentlichen Erwerbsangebots (7,13 €), um mehr als 50 % über dem Durchschnittsbörsenkurs in den drei Monaten vor der am 28.12.2012 veröffentlichten Bekanntmachung des Squeeze-

out (10,25 €), um mehr als 45 % über den im Rahmen des Erwerbsangebots von 10,80 € und weit oberhalb der Wertbandbreiten plausibler Unternehmenswerte liege, die die Multiplikatorenbetrachtungen der sachverständigen Prüferin ergeben hätten. Das Landgericht habe auch zu Unrecht eine niedrigere Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern zugrunde gelegt, obwohl die Bandbreite vertretbarer Schätzwerte – entsprechend der Empfehlung des FAUB – zwischen 5 % und 6 % gelegen habe. Die im Bewertungsgutachten mit dem Mittelwert dieser Bandbreite zugrunde gelegte Marktrisikoprämie sei in der Rechtsprechung schon für das bis einschließlich 2008 geltende Halbeinkünfteverfahren anerkannt gewesen; sie sei auch für den vorliegenden Bewertungsstichtag nicht zu beanstanden, wie sich u.a. aus der im Beschwerdeverfahren vorgelegten, ergänzenden Stellungnahme der Bewertungsgutachter vom 24.02.2016 (Anl. 37 zur Beschwerdebegründung) ergebe. Überdies habe das Landgericht zu Unrecht einen niedrigeren Betafaktor herangezogen, obgleich die Bewertungsgutachter und die sachverständige Prüferin – mit unterschiedlicher Berechnungsgrundlage – den mit 1,05 ermittelten Betafaktor jeweils für angemessen erachtet hätten. Der vom Landgericht zugrunde gelegte Betafaktor sei nicht vertretbar.

Die Antragsgegnerin beantragt,

den landgerichtlichen Beschluss aufzuheben und die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre beantragen,

die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen,

die Antragsteller zu 35) und 68) im Wege der Anschlussbeschwerde darüber hinaus,

den landgerichtlichen Beschluss aufzuheben und eine angemessene Barabfindung festzusetzen, die über dem Betrag von 15,83 € je Stückaktie liegt.

Die nicht beschwerdeführenden Antragsteller und der gemeinsame Vertreter verteidigen den angefochtenen Beschluss. Sie meinen u.a., Vorerwerbspreise hingen von vie-

len Faktoren ab und besagten nichts über den wahren Unternehmenswert. Die Diskrepanz der vom Landgericht festgesetzten Barabfindung zu den verschiedenen Börsenkursen lasse sich damit erklären, dass die Aktie (deutlich) unterbewertet gewesen sei. Ohnehin bilde der Börsenkurs allenfalls die Untergrenze der Barabfindung. Die Multiplikatorenbetrachtung der sachverständigen Prüferin sei fehlerhaft und falle daher zu gering aus. Der Basiszins sei seit den 1970er Jahren rückläufig, so dass dieser Rückgang kein neues, auf der Finanzkrise beruhendes Phänomen darstelle, dem durch eine Erhöhung der Marktrisikoprämie Rechnung getragen werden müsse. Eine empirische Grundlage für eine Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5 % existiere nicht. Ggf. sei ein Gutachten zur Höhe der Marktrisikoprämie einzuholen.

Die beschwerdeführenden Antragsteller machen weiter geltend, die zugrunde gelegte Planung – insbesondere der Wachstumsraten in der Detailplanungsphase und der EBIT-Margen – sei vor dem Hintergrund angekündigter Expansionspläne in Südamerika und des starken Wachstums der Gesellschaft zu konservativ. Der mit 1,5 % angesetzte Wachstumsabschlag sei zu niedrig. In den Regionen, in denen die Gesellschaft vermehrt tätig sei, existierten höhere Inflations- und Wachstumsraten als in Zentraleuropa. Auch in der IT-Branche allgemein sei ein überdurchschnittliches Wachstum anzunehmen.

Die Antragsgegnerin bittet um Zurückweisung der Anschlussbeschwerden.

Wegen des weiteren Sach- und Streitstands wird auf den Übertragungsbericht, den Prüfbericht, die jeweiligen Beschwerdebegründungen, die gewechselten Schriftsätze und in Bezug genommenen Anlagen verwiesen.

II.

Die Rechtsmittel sind zulässig.

Die befristete Beschwerde der Antragsgegnerin wurde formgerecht eingelegt und die Monatsfrist des § 63 Abs. 1 S. 1 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG gewahrt.

Auch die Anschlussbeschwerden der Antragsteller zu 35) und 68) sind zulässig. Mit der Beschwerde der Antragsgegnerin liegt ein anschlussfähiges Rechtsmittel vor. Die

Anschlussbeschwerde kann noch eingelegt werden, wenn die Beschwerdefrist verstrichen ist (§ 66 Satz 1 FamFG). Überdies steht der Zulässigkeit der hier eingelegten Anschlussbeschwerden nicht der Beschwerdewert entgegen, der nach §§ 12 Abs. 1 Satz 1, 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 61 Abs. 1 FamFG auch für Beschwerden in Spruchverfahren gilt (ausführlich dazu Senat, Beschluss v. 26.09.2016, BeckRS 2016, 20010; OLG Frankfurt, Beschluss v. 29.01.2016 – 21 W 70/15 Rn. 19, AG 2016, 551 ff.; OLG München, Beschluss v. 5.05.2015 – 31 Wx 366/13 Rn. 18, AG 2015, 508 ff.). Anders als die Beschwerde kann die Anschlussbeschwerde nach § 66 FamFG grundsätzlich auch dann eingelegt werden, wenn der nach § 61 Abs. 1 FamFG erforderliche Beschwerdewert nicht erreicht ist (vgl. zur Anschlussbeschwerde in Wohnungseigentumssachen BGH, Beschluss v. 18.05.1978 – VII ZB 30/76 Rn. 5, 11, BGHZ 71, 314 ff.; Feskorn in: Zöller, ZPO, 32. A. 2018, § 66 FAMFG Rn. 2).

In der Sache hat jedoch allein die Beschwerde der Antragsgegnerin Erfolg; die Rechtsmittel der Antragsteller, die die gerichtliche Festsetzung einer noch höheren Barabfindung als vom Landgericht festgesetzt fordern, sind unbegründet. Die angemessene Barabfindung liegt keinesfalls über der im Übertragungsbeschluss mit 10,80 € je Stückaktie festgelegten Kompensation, die sich damit als angemessen erweist.

Die Antragsgegnerin hat der Barabfindung im Übertragungsbeschluss vom 23.05.2015 ihr öffentliches Erwerbsangebot aus dem Jahre 2012 zugrunde gelegt, obgleich die Bewertungsgutachter von der sachverständigen Prüferin gebilligt, den anteiligen Unternehmenswert - sowohl unter Zugrundelegung des zunächst ermittelten höheren Basiszinses von 2,5 % vor Steuern mit 10,39 € je Stückaktie als auch unter Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag gesunkenen Basiszinsniveaus mit 10,76 € (gerundeter Basiszins) bzw. 10,65 € je Stückaktie (ungerundeter Basiszins) - geringer eingeschätzt haben. Der Durchschnittsbörsenkurs im Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-out fiel mit 10,25 € je Stückaktie nochmals deutlich niedriger aus, so dass er (als Untergrenze) nicht in Betracht kommt.

Angesichts dessen rügt die Antragsgegnerin mit Erfolg, dass das Landgericht die Barabfindung auf 15,83 € je Stückaktie – deutlich, nämlich um 46 % - erhöht hat.

Dabei kann letztlich dahinstehen, ob dieser Wert - wie die Antragsgegnerin geltend macht - schon angesichts der Durchschnittsbörsenkurse im Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntgabe des freiwilligen Übernahmeangebots am 29.10.2012 (7,13 €), vor Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-out am 28.12.2012 (10,25 €) und unter Berücksichtigung der von der sachverständigen Prüferin anhand von Sensitivitätsanalysen und Multiplikatoren aufgezeigten Wertbandbreiten als *unplausibel* anzusehen ist. Das Landgericht hat verkannt, dass sowohl die im Bewertungsgutachten im Einklang mit der stichtagsbezogenen aktuellen Empfehlung des FAUB mit 5,5 % nach Steuern zugrunde gelegte Marktrisikoprämie als auch der anhand einer Peer Group ermittelte Betafaktor von 1,05 tragfähige Schätzgrundlagen für die Ermittlung des Unternehmenswertes darstellen, wie die sachverständige Prüferin in ihrem ausführlichen Prüfbericht vom 11.04.2013 nach eigenen Analysen - u.a. ihrer eigenständigen Ableitung des Betafaktors unter Heranziehung des MSCI All Country World als Referenzindex und zu Vergleichszwecken erhobenen Tages- und Monatsbetafaktoren auf Basis des EuroStoxx und des CDAX - bestätigt hat. Für die vom Landgericht vorgenommenen Korrekturen der genannten Parameter war daher - auch unter Berücksichtigung der dafür im angefochtenen Beschluss angeführten, nicht tragfähigen Gründe - kein Raum.

1. Das Landgericht hat seine Ertragswertschätzung in nicht zu beanstandender Weise auf die dem Übertragungsbericht zugrunde liegenden Planungsrechnungen - die im Rahmen der Aufsichtsratssitzung vom 5./6.12.2012 verabschiedete Budgetplanung und die im Rahmen eines Top-down/Bottom-up-Ansatzes erstellte strategische 5-Jahres-Planung aus März 2013 - gestützt, die es - im Einklang mit den diesbezüglichen Feststellungen der Bewertungsgutachter (vgl. Bewertungsgutachten S. 40) und der sachverständigen Prüferin (Prüfbericht S. 22 ff.) - als plausibel angesehen hat. Entgegen dem im Beschwerdeverfahren wiederholten Vorbringen der Antragsteller ist diese nicht als zu konservativ einzuordnen. Die gegen die Umsatzentwicklung und die Ableitung der EBIT-Marge in der ewigen Rente gerichteten Einwände gehen fehl.

Wie die sachverständige Prüferin festgestellt und im Prüfbericht (S. 26) detailliert dargestellt hat, plante die Gesellschaft einen überproportionalen Anstieg des EBIT von 4,7 % im Geschäftsjahr 2012 (Ist) auf 7,5 % in den Jahren 2014 ff., der insbesondere aus dem hohen Umsatzwachstum in den Jahren 2013 und 2014 (2013: 17,3 %, 2014:

10 %) bei gleichzeitig prozentual rückläufigen Kosten resultieren sollte (vgl. Prüfbericht S. 27). Den geplanten Umsatzanstieg hat die sachverständige Prüferin nach Gesprächen mit dem Vorstand und den Bereichsverantwortlichen – sowie einer Gegenüberstellung des Umsatzwachstums mit Wettbewerbern anhand von Daten des Finanzinformationsdienstleisters (vgl. Prüfbericht S. 28 Tz. 115 ff.) – als „ein das Management und die Mitarbeiter herausforderndes, aber dennoch realistisches Ziel“ erachtet (Prüfbericht S. 27 Tz. 113). Die Verbesserung der EBIT-Marge hat sie bis zu einem Anstieg auf 7 % durch vom Unternehmen geplante Maßnahmen hinreichend unterlegt angesehen. Den weiteren Anstieg auf 7,5 % hielt sie (allein) deswegen für plausibel, weil das starke anorganische Wachstum der letzten Jahre direkte – etwa Anwalts- sowie Beraterkosten, Kosten für die Umstellung des Rechnungswesens zur Integration in den Konzernverbund – und indirekte Kosten – beispielsweise Ausrichtung auf eine gemeinsame Konzernstrategie und -philosophie sowie allgemeine Abstimmungskosten – verursacht habe, die in den Planjahren – bei planerisch angenommenem, ausschließlich organischem Wachstum – nicht mehr anfielen und die Integration der Beteiligungserwerbe der letzten Jahre in den Konzern gleichzeitig zu einer effizienteren Leistungserstellung und damit im Zeitablauf auch zu einem Absinken der indirekten Kosten führen würde (Prüfbericht S. 27 Tz. 114). Weiter hat sie im Prüfbericht anhand der EBIT-Margen auf Basis von Ist-Daten und Analystenschätzungen detailliert dargestellt, dass das geplante Umsatzwachstum deutlich über dem Durchschnitt sowohl der Wettbewerber als auch der zur Ableitung des Betafaktors gebildeten Peer Group liegt (Prüfbericht S. 29). Auch dies hat sie – vor dem Hintergrund der Umsatzentwicklung in der Vergangenheit und der zukünftigen Wachstumspotenziale – als ambitioniert – und nicht unplausibel – bezeichnet (Prüfbericht S. 29 Tz. 118).

Zu dem schon erstinstanzlich vorgebrachten Einwand einzelner Antragsteller, der Vorstand habe im Jahre 2012 angekündigt, dass die Gesellschaft weitere Expansionen in der Region Südamerika plane und stärker als der Gesamtmarkt wachse, hat die Antragsgegnerin bereits detailliert erläutert, dass Wertbeiträge aus etwaigen zukünftigen Akquisitionen in der Planung – etwa die genannten Expansionspläne in Südamerika – mangels ausreichender Konkretisierung zutreffend nicht berücksichtigt wurden. Die sachverständige Prüferin hat die Analysen der Bewertungsgutachter nachvollzogen, die Planungsrechnung der Gesellschaft selbst auf Vollständigkeit überprüft und keine Anhaltspunkte für die Notwendigkeit der Erfassung weiterer Sachverhalte gesehen

(Prüfbericht S. 24). Wie die Antragsgegnerin überdies ausgeführt hat, hat sich die EBIT-Planung im Nachhinein als zu optimistisch erwiesen; nach Auszügen der Zeitschrift der Industrie- und Handelskammer Ostwestfalen aus März und Mai 2015 sollte die EBIT-Marge im Geschäftsjahr 2015 auf lediglich über 5 % wachsen. Nach alledem ist nicht ersichtlich, dass die dem Übertragungsbericht zugrunde gelegten Ertragszahlen zu konservativ oder gar unplausibel gewesen wären, so dass das Landgericht sie zu Recht für seine Wertermittlung herangezogen hat.

2. Die ausgeschütteten Erträge sind mit dem Kapitalisierungszins zu diskontieren, der sich aus dem quasi risikolosen Basiszinssatz zuzüglich des unternehmensindividuellen Risikozuschlags abzüglich eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente zusammensetzt.

2.1 Gegen die Ableitung des Basiszinssatzes bestehen keine Bedenken; sie wird von den Verfahrensbeteiligten auch nicht in Zweifel gezogen. Nach der Stichtagserklärung der sachverständigen Prüferin vom 23.05.2013 betrug der Basiszins aufgrund des gesunkenen Basiszinsniveaus nicht – wie ursprünglich im Bewertungsgutachten

veranschlagt – 2,5 % vor bzw. 1,84 % nach Steuern, sondern (ungerundet) 2,33 % bzw. (gerundet) 2,25 %. Soweit das Landgericht seiner Schätzung den ungerundeten – und damit den Antragstellern ungünstigeren – Basiszins zugrunde gelegt hat, ist dieses Vorgehen im Rahmen einer Schätzung nach § 287 ZPO nicht zu beanstanden. Ungeachtet dessen hätte, wie schon dargelegt, auch die Wertermittlung auf der Grundlage des gerundeten Basiszinses mit 10,65 € je Stückaktie nicht zu einer höheren Kompensationsleistung als im Übertragungsbeschluss festgelegt geführt.

2.2 Der Basiszins ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der der gefestigten Rechtsprechung folgend anhand des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) ermittelt wird (ausführlich dazu Senat, Beschluss v. 27.05.2009 – I-26 W 5/07 (AktE) Rn. 122; WM 2009, 2220 ff.).

2.2.1 Die Bewertungsgutachterin und ihr folgend die sachverständige Prüferin hat der Berechnung des Risikozuschlags eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % zugrunde gelegt. Hierbei handelt es sich um den Mittelwert der Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 %, die der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB)

für Bewertungsstichtage ab dem 19.09.2012 empfiehlt. Dass das Landgericht abweichend davon – und überdies entgegen der Einschätzung der Bewertungsgutachter und der sachverständigen Prüferin – mit 4,5 % eine Marktrisikoprämie *unterhalb* der empfohlenen Bandbreite zugrunde gelegt hat, beanstandet die Antragsgegnerin zu Recht. Die dafür angeführten Gründe, die Finanzkrise sei nur ein vergleichsweise kurzfristiger wirtschaftlicher Abschwung und in die nach der Untersuchung von Stehle maßgebliche Marktrisikoprämie bereits „eingepreist“, überzeugen nicht.

Die IDW-Standards sowie die sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) sind nach ständiger Rechtsprechung der mit Spruchverfahren befassten Gerichte eine anerkannte Expertenauffassung und bilden eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der Ermittlung des Unternehmenswertes (vgl. nur Senat, Vorlagebeschluss v. 28.08.2014 – I-26 W 9/12 (AktE) Rn. 61, AG 2014, 817 ff. m.w.N.).

Wie die sachverständige Prüferin überdies in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 19.05.2015 ausführlich erläutert hat, hatten die im Jahr 2007 in den USA ausgebrochene Finanzmarktkrise und die sich ab dem Jahr 2010 anschließende Euro-/Schuldenkrise erheblichen Einfluss auf die Finanzmärkte in Europa. Auf den Finanzmärkten wurde ein deutlicher Rückgang der Aktienkurse beobachtet, der insbesondere im Krisenjahr 2007 an einen Zusammenbruch grenzte und erst in den folgenden Jahren eine Erholung nach sich zog. Gleichzeitig ging das Zinsniveau deutscher Staatsanleihen aufgrund der im Vergleich hohen Bonität der Bundesrepublik Deutschland und einer äußerst expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank im Rahmen der europäischen Schuldenkrise deutlich zurück (Erg. Stellungnahme vom 19.05.2015 S. 33). Angesichts dessen hat der FAUB am 10.01.2012 zunächst weitere Hinweise für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes und insbesondere die Marktrisikoprämie veröffentlicht, wobei er aufgrund erhöhter beobachtbarer Unsicherheit am Kapitalmarkt und gestiegener Risikoaversion der Kapitalmarktteilnehmer empfahl, im Einzelfall zu prüfen, ob der aktuellen Situation durch einen Ansatz der Marktrisikoprämie am oberen Ende der Bandbreite Rechnung getragen werden könne, bevor er sich schließlich acht Monate später – mit seiner Empfehlung vom 19.09.2012 – dafür aussprach, die Bandbreiten aufgrund der in der Finanzmarktkrise geänderten ökonomischen Rahmenbe-

dingungen anzupassen. Dafür wurde insbesondere angeführt, dass in der Finanzmarkt- und Euro-Schuldenkrise mehrere Indikatoren darauf hindeuten, dass bei der Prognose der Risikoprämie früher angenommene langfristige Trendentwicklungen von anderen Einflussgrößen überlagert werden bzw. nicht mehr in dem bislang erwarteten Ausmaß gegeben sind (FAUB, FN-IDW 2012, 568 f.). Auch in der Literatur wurde der Ansatz einer erhöhten Marktrisikoprämie unter Hinweis auf die Niedrigzinsphase sowie empirische Untersuchungen befürwortet (Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen, WPg 2013, 948 ff., 959).

Die deutliche Unsicherheit an den Kapitalmärkten im Rahmen der Finanzmarktkrise lässt sich - wie die sachverständige Prüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 19.05.2015 (dort S. 34) nachvollziehbar dargelegt und in einem Schaubild verdeutlicht hat - etwa anhand der Entwicklung des DAX-Volatilitätsindex (VDAX) illustrieren, der auch als „Angstbarometer“ bezeichnet wird. Danach ist nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers am 15.09.2008 ein massiver, noch nicht da gewesener Anstieg des VDAX zu beobachten. Dieser ging dann zunächst zurück, um in der Finanzkrise wieder anzusteigen, was insgesamt als Zeichen für eine wesentliche Verunsicherung am Markt zu werten ist (Erg. Stellungnahme vom 19.05.2015 S. 34). Die Gründe dafür wurden der sachverständigen Prüferin zufolge im Berufsstand der Wirtschaftsprüfer und im FAUB im Jahr 2012 intensiv diskutiert und im Laufe des Jahres 2013 veröffentlicht (Erg. Stellungnahme v. 19.05.2015 S. 35).

Vor diesem Hintergrund ist die Annahme einer Marktrisikoprämie mit dem Mittelwert der Bandbreite des empfohlenen Rahmens für einen Bewertungsstichtag im Mai 2013 grundsätzlich nicht zu beanstanden, wie die Bewertungsgutachter mit Stellungnahme vom 24.02.2016 (Anl. 37 zur Beschwerdebegründung) nochmals ausführlich erläutert haben. Insbesondere ist nicht ersichtlich, dass die Nichtbeachtung der stichtagsaktuellen Empfehlungen des FAUB im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führen würde. Die Höhe der Marktrisikoprämie ist aufgrund der uneinheitlichen, wissenschaftlichen Vorgehensweise letztlich nur im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Dabei ist es im Regelfall angemessen, im Einklang mit gängigen Annahmen der Bewertungspraxis einer Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung zu folgen und die Marktrisikoprämie innerhalb des dort vorgeschlagenen Bereichs festzusetzen (so auch OLG

Frankfurt, Beschlüsse v. 26.01.2017 – 21 W 75/15 Rn. 73, AG 2017, 790 ff.; v. 17.01.2017 – 21 W 37/12 Rn. 106, AG 2017, 626; v. 29.01.2016 – 21 W 70/15 Rn. 65, AG 2016, 551). Soweit im vereinfachten Bewertungsverfahren nach § 203 Abs. 1 BewG in der seit 1.07.2016 geltenden Fassung nunmehr ein einheitlicher Kapitalisierungsfaktor von 13,75 angewendet wird, lässt sich daraus zu Gunsten der Antragsteller nichts herleiten. Der Gesetzgeber hat insoweit gerade nicht daran festgehalten, den Kapitalisierungszins weiterhin aus einer Marktrisikoprämie (ehemals 4,5 %) und dem jeweiligen Basiszins zu ermitteln, worauf die Antragsgegnerin zu Recht hingewiesen hat.

2.2.2 Mit Recht rügt die Antragsgegnerin auch, dass das Landgericht seiner Wertermittlung mit 0,91 einen niedrigeren Betafaktor als im Bewertungsgutachten (1,05) zugrunde gelegt hat. Dabei ist die Kammer zwar im Ansatz zutreffend davon ausgegangen, dass nach den Feststellungen im Bewertungsgutachten, die die sachverständige Prüferin bestätigt hat, der Betafaktor anhand einer Peer Group zu ermitteln ist. Zu Unrecht hat sie indes die daraus abgeleitete Höhe von 1,05 korrigiert, weil sie die Methodik der Bewertungsgutachter für „nicht sachgerecht“ erachtet hat.

In ihrem Prüfbericht (dort S. 43 ff.) und ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 19.05.2015 hat die sachverständige Prüferin eingehend erläutert, dass sie zwar - abweichend vom Vorgehen der Bewertungsgutachter, die auf breite lokale Indexe abgestellt hatten - die Betafaktoren der Peer Group unter Berücksichtigung des MSCI All Country World abgeleitet hat; darüber hinaus hat sie zu Vergleichszwecken Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen auf Basis des Euro Stoxx und eines lokalen Index erhoben. Weiter hat sie darauf hingewiesen, dass für die Verwendung lokaler Indexe insbesondere die als „home bias“ bezeichnete Neigung (vor allem privater Anleger) sprechen könnte, vorwiegend in nationale Wertpapiere zu investieren (Ergänzende Stellungnahme vom 19.05.2015 S. 22). Vor diesem Hintergrund überzeugt es nicht, dass das Landgericht die Verwendung des MSCI World Index als „allein sachgerecht“ angesehen und überdies zum Anlass genommen hat, den Betafaktor zu korrigieren. Auch soweit die Kammer davon ausgegangen ist, dass allein eine wöchentliche Betrachtungsweise und ein fünfjähriger Beobachtungszeitraum sachgerecht

selen, um den Betafaktor zu ermitteln, erkennt sie, dass der Betafaktor als prognostischer Wert bereits im Ansatz nicht in eindeutiger Weise ermittelt werden kann, sondern unterschiedliche Einschätzungen auch insoweit möglich sind.

Gründe dafür, dass die vom Landgericht gewählte – von der sachverständigen Prüferin und den Bewertungsgutachtern abweichende – methodische Vorgehensweise grundsätzlich oder bezogen auf den vorliegenden Bewertungsfall vorzugswürdig wäre, sind nicht ansatzweise ersichtlich. Überdies hat die sachverständige Prüferin für die Peer Group-Unternehmen aber auch die entsprechenden unverschuldeten Betafaktoren über einen Zeitraum von jeweils fünf, vier, drei sowie zwei Jahren auf Basis wöchentlicher Renditen ermittelt (vgl. Prüfbericht S. 54). Im Rahmen dieser Plausibilisierung ist sie zu einer Bandbreite der Mittelwerte von 0,91 bis 1,25 bei einem Mittelwert von 1,07 gelangt, wobei der Betafaktor mit sukzessiver Verkürzung des Erhebungszeitraums zunimmt. Die Abweichungen hat sie insbesondere auf die unterschiedliche Gewichtung der Finanzkrise aus dem Jahr 2011 und das unterschiedliche Renditeintervall (monatlich/wöchentlich) zurückgeführt (Prüfbericht S. 55 Tz. 229). Überdies hat sie die Bewertungsgutachter zu Sensitivitätsanalysen veranlasst, um den Einfluss der Veränderung von relevanten Bewertungsparametern auf den Unternehmenswert und damit die Auswirkung auf den ermittelten Wert je Aktie zu veranschaulichen (Prüfbericht S. 56, 62 ff.). Anhand dieser Sensitivierung ist sie zu dem Ergebnis gelangt, dass der auf der Basis des von ermittelten Betafaktors geschätzte Unternehmenswert in der Mitte der Wertbandbreite liegt (Prüfbericht S. 63). Überdies hat sie festgestellt, dass der von ermittelte Ertragswert insgesamt im oberen Teil einer durch Multiplikatoren abgeleiteten plausiblen Bandbreite liegt, wofür die im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen höheren Wachstumsaussichten der I. ursächlich seien (Prüfbericht S. 66). Insgesamt hat sie angesichts dessen den von verwendeten Betafaktor für sachgerecht und angemessen erachtet (Prüfbericht S. 56 Tz. 233). Nach alledem besteht kein Anlass, den Betafaktor – unternehmenswerterhöhend – nach unten zu korrigieren.

3. Entgegen der Einschätzung einzelner Antragsteller bestehen auch gegen die Annahme eines Wachstumsabschlags i.H.v. 1,5 % keine Bedenken. Mit dem Wachstumsabschlag in der ewigen Rente wird zu Gunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer

Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlags ist aber abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Ausschlaggebend ist die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Auch die durchschnittliche Inflationsrate kann deshalb nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlags bilden (st. Rspr., vgl. etwa Senat, Beschluss v. 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE), AG 2016, 329 ff.; Paulsen in: MünchKomm AktG, 4. A., § 305 Rn. 134). Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen- und Strukturänderungen zu berücksichtigen (Senat, Beschluss vom 27.05.2009 aaO; OLG München, Beschluss vom 14.07.2009 – 31 Wx 121/06, ZIP 2009, 2339). Unternehmensergebnisse unterliegen anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherindex, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

III.

Die Kostenentscheidung folgt für das erstinstanzliche, noch vor Inkrafttreten des 2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetzes vom 23.07.2013 (BGBl. I S. 2586) eingeleitete Verfahren aus § 15 Abs. 2, Abs. 4 SpruchG a.F., für das Beschwerdeverfahren aus § 15 Abs. 1 und Abs. 2 SpruchG n.F. (§ 136 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG).

Die Gerichtskosten einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten den Antragstellern aufzuerlegen. Dies gilt auch mit Blick darauf, dass ihre Rechtsmittel erfolglos blieben, denn zumindest waren die Beschwerden nicht offenkundig unbegründet. Gleichzeitig entspricht es angesichts des Unterliegens der Antragsteller aber auch nicht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren trägt. Vielmehr tragen die Antragsteller wie die Antragsgegnerin ihre außergerichtlichen Kosten insoweit selbst.

Die Festsetzung des Geschäftswertes für das erstinstanzliche Verfahren beruht auf § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F. (§ 136 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG), für das Beschwerdeverfahren auf § 74 Abs. 1 Satz 1 GNotKG.

Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen, da die Voraussetzungen des § 70 Abs. 2 FamFG nicht vorliegen. Weder hat die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung noch erfordert die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts.

Die Entscheidung ist daher rechtskräftig.