

Geschäftsnummer:

20 W 7/11

31 O 32/07

KfH AktG

Landgericht

Stuttgart



17.10.2011

Oberlandesgericht Stuttgart

20. Zivilsenat

Beschluss

In Sachen

hat der 20. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Stuttgart unter Mitwirkung von

Präsident des Oberlandesgerichts
Richter am Oberlandesgericht
Richter am Oberlandesgericht

beschlossen:

1. Auf die sofortige Beschwerden der Antragsgegnerin und der Antragsteller Ziffer 3) bis 6), 12), 13), 44), 55), 63) und 64) wird der Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 06.03.2008, Az. 31 O 32/07 KfH AktG, in den Ziffern 1), 2), 5), 6) und 7) abgeändert und insoweit wie folgt neu gefasst:
 - a) Die Anträge auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung, eines angemessenen Ausgleichs und angemessenen Erwerbspreises werden zurückgewiesen.
 - b) Dies gilt für die Anträge der Antragsteller Ziffer 3), 4) und 44), soweit sie das Delisting betreffen, sowie für die Anträge der Antragsteller Ziffer 5), 6), 12), 13), 55), 63) und 64) insgesamt mit der Maßgabe, dass sie nicht als unzulässig, sondern als unbegründet zurückgewiesen werden.
2. Im Übrigen werden die sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziffer 3), 4), 12), 13), 16), 24) bis 28), 34), 35), 40), 42), 44), 47) bis 49), 55), 62), 63) bis 64), 71) und 74) gegen den Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 06.03.2008, Az. 31 O 32/07 KfH AktG, zurückgewiesen.
3. Die Anschlussbeschwerden der Antragsteller Ziffer 5), 12), 13), 41), 43), 45), 46), 52), bis 54), 57) bis 59), 61), 72) und 73) gegen den Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 06.03.2008, Az. 31 O 32/07 KfH AktG, werden zurückgewiesen.
4. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten beider Rechtszüge; eine Erstattung der in beiden Rechtszügen entstandenen außergerichtlichen Kosten findet nicht statt.
5. Der Geschäftswert wird für beide Instanzen auf jeweils 200.000 Euro festgesetzt.

A.

Gegenstand dieses Spruchverfahrens ist die Bestimmung eines angemessenen Ausgleichs und einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Erwerbspreises für die außenstehenden Aktionäre der Kässbohrer Geländefahrzeug AG (K).

I.

1.

Das Grundkapital der K beträgt 13.050.752 Euro. Es ist eingeteilt in 5.019.520 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Die Aktien der K waren am Amtlichen Markt an der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main (General Standard) zugelassen und wurden im Freiverkehr der Börsen in Berlin-Bremen, Düsseldorf, Hamburg und Stuttgart gehandelt (vgl. gemeinsamer Bericht [im Folgenden „GB“, vorgeheftet in Hauptakte VIII], S. 10).

Gegenstand des Unternehmens ist die Entwicklung und Produktion im Bereich Fahrzeugtechnik, insbesondere die Herstellung und der Vertrieb von Fahrzeugen und Zusatzgeräten für Umweltpflege, Natur und Freizeit unter der Marke Kässbohrer und anderen Marken. Die Geschäftstätigkeit des Unternehmens gliedert sich in die Bereiche „Pistenbully“ (kettengetriebene Geländefahrzeuge zur Präparierung von Skipisten und Loipen) und „Beach Tech“ (Strandreinigungsfahrzeuge). Der Umsatzanteil des Geschäftsbereichs Pistenbully beträgt mehr als 90%, der Umsatzanteil des Geschäftsbereichs Beach Tech dagegen nur rund 2%. In beiden Produktbereichen ist die K Weltmarktführer (vgl. Gemeinsamer Bericht des Vorstands der K und der Geschäftsführung der Modular GmbH gemäß § 293a AktG vom 03.01.2007 [im Folgenden „GB“], S. 11 und 44). Im Bereich der Pistenfahrzeuge beträgt ihr Marktanteil über 60% (GB S. 46). Die K hält unter anderem 100% der Anteile an der Ratrac GmbH mit Sitz in Laupheim. Die im Geschäftsjahr 2004/2005 erworbene Tochtergesellschaft Ratrac GmbH dient ausschließlich der Vermögensverwaltung durch Anlage von Wertpapieren (GB S. 45).

2.

Die Modular GmbH (M) erwarb am 21.07.2006 1.884.479 Aktien der K, entsprechend etwa einem Anteil von 37,54% des Grundkapitals. Damit erlangte sie die Kontrolle im Sinne von § 29 Abs. 2 WpÜG über die K. Am 10.08.2006 bot sie deshalb allen Aktionären der K an, ihre Aktien zum Preis von 23,76 Euro je Stückaktie zu erwerben. Durch die

Annahme dieses Angebots erhöhte sich die Anzahl der von der M gehaltenen Aktien der K auf 4.472.341 Stückaktien, entsprechend etwa 89,1% des Grundkapitals der K (GB S. 9). Die übrigen 547.179 Aktien der K befinden sich in Streubesitz.

Durch Verschmelzungsvertrag vom 21.06.2007 wurde die M auf die Antragsgegnerin verschmolzen. Die Verschmelzung wurde am 24.07.2007 im Handelsregister der Antragsgegnerin eingetragen (Bl. V 35; AG1).

3.

Die K und die M schlossen am 03.01.2007 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (AG2, im Folgenden „BGV“), ergänzt durch Vereinbarung vom 15.02.2007, durch den die K die Leitung ihrer Gesellschaft der M unterstellt und sich verpflichtete, ihren ganzen Gewinn entsprechend den Vorschriften des § 301 AktG an die M abzuführen. Der bevorstehende Abschluss des BGV war bereits mit Ad-hoc-Mitteilung vom 15.12.2006 bekannt gemacht worden (GB S. 83, vgl. AG15). Am selben Tag waren die Kennzahlen des Jahresabschlusses 2005/2006 veröffentlicht worden, die über den ursprünglichen Erwartungen lagen.

In § 4 Abs. 1 BGV garantierte die M den außenstehenden Aktionären der K als angemessenen Ausgleich die Zahlung einer wiederkehrenden Geldleistung (Ausgleichszahlung) in Höhe von brutto 2,23 Euro je Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich Körperschaftssteuer sowie Solidaritätszuschlag. In § 5 Abs. 1 BGV verpflichtete sich die M, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der K dessen Aktien gegen eine Barabfindung von 27,77 Euro je Stückaktie zu erwerben. Dieses Abfindungsangebot wurde im Zuge der Vorlegung des GB durch Vorstand der K und Geschäftsführung der M am 03.01.2007 veröffentlicht.

Zur Entwicklung des Kurses der K-Aktie und ihres Handelsvolumens im Jahr 2006/2007, insbesondere nach dem 15.12.2006 und nach dem 03.01.2007, wird auf die Schaubilder Bl. V 147 Bezug genommen.

4.

Im Zuge des Abschlusses des BGV strebten die Verwaltung der K und die M einen Widerruf der Zulassung der Aktien der K am Amtlichen Markt der Wertpapierbörse in Frankfurt am Main an (Delisting) (GB S. 83, AG 15).

Wegen des geplanten Widerrufs der Börsenzulassung der Aktien der K hat die M den übrigen Aktionären der K ein Angebot auf Erwerb der von ihnen gehaltenen Aktien zum Preis von 27,77 Euro je Stückaktie unterbreitet, das im Anhang der Einladung zur Hauptversammlung der K am 05.01.2007 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht wurde (Bl. V 40; AG5).

5.

Der am 03.01.2007 vorgelegte GB enthält in Abschnitt G (GB S. 39 ff.) die von der im Auftrag des Vorstands der K erstellte gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der K zum Bewertungsstichtag 16.02.2007 (im Folgenden „Unternehmenswertgutachten“). Das Unternehmenswertgutachten - auf das wegen der Einzelheiten der Bewertung verwiesen wird - wurde auf der Grundlage der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW) in der Fassung vom 18.10.2005 (IDW S1 Stand 18.10.2005) anhand des Ertragswertverfahrens erstellt.

Bei der Analyse der Vergangenheitsergebnisse der K stellte die erhebliche Ergebnisschwankungen fest (GB S. 67, vgl. auch die Entwicklung des Ergebnisses nach Steuern 1995/1996 bis 2005/2006, GB Anlage 1). Die Planung des Unternehmens hielt die für plausibel. Dabei betonte sie die Abhängigkeit der künftigen Ergebnisse von wetterbedingten Schwankungen und den Auswirkungen des globalen Klimawandels (GB S. 69); wegen der prognostizierten Entwicklung der Gesamtleistungen und der Abschreibungen wird auf GB S. 66 Bezug genommen. Für die Detailplanungsphase (2006/2007 bis 2009/2010) wurde eine Ausschüttungsquote entsprechend 2005/2006 und im Folgenden ein Anstieg der Ausschüttungsquote auf 40% des Konzernjahresergebnisses unterstellt (GB S. 78). Im Übrigen wurde angenommen, dass das Jahresergebnis in der Detailplanungsphase zur Tilgung des Fremdkapitals und im Jahr 2011/2012 zum Erwerb des bislang geleasteten Betriebsgrundstücks in Laupheim genutzt wird (GB S. 63, 70). Die in der Phase der ewigen Rente erwarteten Erträge wurden - unter Berücksichtigung eines wegen des geplanten Erwerbs des Betriebsgrundstücks erweiterten Prognosemodells - aus den für die Detailplanungsphase prognostizierten Ergebnissen abgeleitet (GB S. 63). Im Einzelnen ergaben sich unter Berücksichtigung der typisierten persönlichen Ertragsteuer auf die ausgeschütteten Ergebnisse nach dem

Halbeinkünfteverfahren für die Detailplanungsphase und für die Phase der ewigen Rente die auf GB S. 79 wieder gegebenen Ertragsprognosen.

Die zur Abzinsung der künftig erwarteten Erträge zu verwendenden Kapitalisierungszinssätze wurden periodenspezifisch anhand des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) ermittelt; wegen der einzelnen Zinssätze wird auf GB S. 78 verwiesen. Bei der Bemessung des Risikozuschlags wurde eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,5% angenommen (GB S. 73 f.). Zur Ermittlung des das unternehmensspezifische Risiko der K abbildenden Betafaktors wurden von der historische Betafaktoren der Gesellschaft ermittelt. Der historische Betafaktor der K sei allerdings zur Schätzung ihres künftigen Betafaktors nicht geeignet (GB S. 74). Für Unternehmen einer Vergleichsgruppe (peer group), die Spezialfahrzeuge bzw. Spezialmaschinen herstellen, ermittelte im Mittelwert einen unverschuldeten Betafaktor von 1,16 (vgl. GB S. 75 f.). Die Betafaktoren der peer group hielt die zwar im Ergebnis nicht für geeignet, den Betafaktor der K zu schätzen, weil die Vergleichsunternehmen nicht in gleicher Weise von der Wetterentwicklung und dem Klimawandel betroffen seien. Unter Würdigung ihrer sämtlichen Analyseergebnisse einschließlich der Schwankungsbreiten der historischen Ergebnisse des Unternehmens schätzte sie das künftige unverschuldete Beta der K aber auf 1,1, da das operative Risiko der K über dem allgemeinen Marktrisiko liege (GB S. 76). Zur Berücksichtigung der sich im Planungszeitraum durch die Tilgung des Fremdkapitals verändernden Finanzierungsstruktur der K wurde der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens an den in Marktwerten gemessenen Verschuldungsgrad der K angepasst und auf diese Weise für jede Periode ein Betafaktor des verschuldeten Unternehmens ermittelt (GB S. 76).

Nach Abzinsung der prognostizierten Nettozuflüsse errechnete die einen Barwert zum 30.09.2006 in Höhe von 122.814.000 Euro, den sie zum Bewertungsstichtag 16.02.2007 auf 127.334.000 Euro aufzinst (GB S. 79). Diesem Ertragswert zum 16.02.2007 wurde der - um fiktive Veräußerungssteuern auf Unternehmensebene verminderte - Wert der von der Ratrac GmbH gehaltenen Aktien der Heidelberger Cement AG in Höhe von 6.6.210.853 Euro hinzugerechnet, der auf der Grundlage des Börsenkurses zum 20.12.2006 ermittelt wurde, da die Aktien kein betriebsnotwendiges Vermögen darstellen (GB S. 80). Insgesamt errechnete die damit einen Unternehmenswert der K zum 16.02.2007 von 133.545.000 Euro; dies entspricht 26,61 Euro je Stückaktie (GB S. 81).

Für den Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses des BGV am 15.12.2006 ermittelte die einen nach Umsätzen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der K von 27,77 Euro je Stückaktie (GB S. 83 f., 86). Eine im Sinne von § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO fehlende Marktliquidität vermochte die für diesen Zeitraum nicht festzustellen (GB S. 86). Wegen des geringen Anteils frei handelbarer Aktien sei davon auszugehen, dass die Börsenkurse nach dem 15.12.2006 wesentlich durch die Ankündigung des Abschlusses des BGV beeinflusst seien (GB S. 84).

Den angemessenen Ausgleich ermittelte die durch eine Verrentung des vollen Unternehmenswerts der K einschließlich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Dabei verwendete sie nicht den vollen Kapitalisierungszinssatz, sondern einen Mittelwert zwischen diesem und dem Basiszinssatz (Mischzinssatz) von 5,69% nach typisierten persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner (GB S. 88). Dem so gefundenen Ergebnis rechnete sie die auf den Gewinnanteil je Aktie entfallende Körperschaftsteuerbelastung und die typisierten persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner hinzu (GB S. 88). Im Ergebnis errechnete die einen angemessenen Ausgleich in Höhe von brutto 2,23 Euro je Stückaktie bzw. netto 1,83 Euro je Stückaktie (GB S. 89).

6.

Auf Antrag der M und der K hat das Landgericht Stuttgart - Az. 31 O 160/06 KfH AktG - durch Beschlüsse vom 24.11.2006 und 03.01.2007

zum sachverständigen Prüfer gemäß § 293c AktG zur Prüfung des BGV, insbesondere der Angemessenheit der anzubietenden Abfindung und des anzubietenden Ausgleichs, sowie zur Prüfung der Angemessenheit des aus Anlass des Delisting abzugebenden Erwerbsangebots bestellt. Der Antrag enthielt neben zwei weitere Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die zur Prüferbestellung vorgeschlagen wurden (Bl. V 42). führte seine Prüfungen vom 08.12.2006 bis zum 05.01.2007 durch (vgl. Prüfungsbericht [im Folgenden „PB“ vorgeheftet in Hauptakte VIII], S. 2).

erachtete die Ermittlung des Unternehmenswerts durch (PB S. 11, 13) sowie die daraus abgeleiteten Beträge für Abfindung und Ausgleich (PB S. 15, 31) für zutreffend. Die Ertragsprognosen seien nachvollziehbar aus den spezifischen Marktgegebenheiten sowie den unternehmerischen Zielen abgeleitet und plausibel (PB S. 19). Die an-

gesetzte Marktrisikoprämie sei angemessen (PB S. 21). Die Schätzung des unverschuldeten Betafaktors der K durch auf 1,1 werde durch eigene Berechnungen auf der Basis einer eigenen Vergleichsgruppe aus Spezialfahrzeugbauern bestätigt (PB S. 22). Insgesamt sei ein Risikozuschlag von 6,05% und dessen Anpassung an die periodenspezifische Entwicklung der Finanzstruktur der K angemessen (PB S. 23).

Die Ermittlung des Börsenkurses durch erachtete ebenfalls für sachgerecht (PB S. 29). Im Zeitraum von drei Monaten vor dem 15.12.2006 hätten keine Anhaltspunkte für eine Marktengpass vorgelegen, da an rund 97% aller Börsentage mit Aktien der K gehandelt worden sei. Der nach Umsätzen gewichtete durchschnittliche Börsenkurs der K habe in diesem Zeitraum bei 27,69 Euro (PB S. 28), nach den Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei 27,77 Euro gelegen (PB S. 29).

7.

Die Hauptversammlung der K am 16.02.2007 hat unter TOP 10 dem BGV sowie unter TOP 11 dem Delisting zugestimmt (Bl. V 39 f.).

Der BGV wurde am 12.03.2007 im Handelsregister der K eingetragen (AG3). Die Eintragung wurde am 13.03.2007 im gemeinsamen Registerportal der Länder bekannt gemacht (Bl. V 39, AG4).

Die Frankfurter Wertpapierbörse hat dem Antrag des Vorstands der K auf Widerruf der Börsenzulassung der Aktien der K am 05.04.2007 stattgegeben und diesen Widerruf am selben Tag in der Börsenzeitung veröffentlicht (Bl. V 41, AG6).

II.

Die Antragsteller begehren mit Anträgen im Spruchverfahren die Festsetzung einer höheren Kompensation, einerseits im Hinblick auf das Delisting (Antragsteller Ziffer 73), 74), 75)), andererseits im Hinblick auf den BGV (Antragsteller Ziffer 5), 6), 7), 8), 9), 11), 12), 13), 16), 17), 18), 19), 20), 21), 22), 23), 24), 34), 35), 36), 37), 40), 41), 43), 45), 46), 55), 56), 57), 58), 59), 60), 62)) und im Übrigen in Bezug auf beide Maßnahmen. Sie wandten sich im Verfahren vor dem Landgericht sowohl gegen die im Unternehmenswertgutachten angenommenen Ertragsprognosen als auch gegen die dort verwendeten Kapitalisierungszinssätze. Sie halten den Börsenkurs von 32,61 Euro als Un-

tergrenze der angemessenen Entschädigung für maßgeblich und kritisieren die Berechnung des Ausgleichs durch das Unternehmenswertgutachten

Mit Beschluss vom 06.03.2008 (Bl. VI 371 ff.) hat das Landgericht

- die Anträge der Antragsteller Ziffer 5), 6), 12), 13), 17) bis 21), 31), 39), 55), 56), 63), 64) und 70) insgesamt sowie
- die Anträge der Antragsteller Ziffer 3), 4), 38) und 44) soweit sie das Delisting betreffen und
- den Antrag der Antragstellerin Ziffer 71) soweit er den BGV betrifft

zurückgewiesen. Zugleich hat das Landgericht festgestellt, dass die Anträge der Antragstellerinnen Ziffer 22) und 23) zurück genommen wurden.

Zur Begründung führte das Landgericht unter anderem aus, dass der den BGV betreffende Antrag der Antragstellerin Ziffer 71) verspätet sei, da die Antragsfrist drei Monate nach der Internetbekanntmachung am 13.03.2007 geendet habe (Bl. VI 383). Die Anträge der Antragsteller Ziffer 3) und 4) betreffend das Delisting, die Anträge der Antragsteller Ziffer 5) und 6), 12) und 13), der Antrag des Antragstellers Ziffer 44) betreffend das Delisting, die Anträge der Antragsteller Ziffer 55) und 56) sowie die Anträge der Antragsteller Ziffer 63) und 64) betreffend BGV und Delisting seien unzulässig, weil die Antragsteller ihre Aktionärseigenschaft nicht hinreichend nachgewiesen hätten.

Schließlich hat das Landgericht die angemessene Abfindung im Zusammenhang mit dem BGV sowie den angemessenen Erwerbspreis in Bezug auf das Delisting auf 31,25 Euro je Aktie und den angemessenen Ausgleich aufgrund des BGV auf 2,36 Euro je Aktie abzüglich Körperschaftssteuerbelastung einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweiligen gesetzlichen Tarifs festgesetzt.

Dabei übernahm es zwar grundsätzlich die Bewertung der , änderte aber die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in Bezug auf die Marktrisikoprämie und den Betafaktor ab und gelangte so zu einem höheren Ertragswert. Die Marktrisikoprämie entnahm das Landgericht entgegen dem Unternehmenswertgutachten nicht dem Mittelwert der Bandbreite der Empfehlung des IDW für Bewertungen nach IDW S1 Stand 18.10.2005 (5,0 bis 6,0%), sondern der unteren Grenze dieser Empfehlung (Bl. VI 393).

Den (unverschuldeten) Betafaktor setzte es mangels gesicherter Erkenntnisse mit 1,0 an (Bl. VI 393).

Die Gerichtskosten und die außergerichtlichen Kosten des ersten Rechtszugs hat das Landgericht der Antragsgegnerin auferlegt. Davon ausgenommen wurden die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, deren Anträge insgesamt als unzulässig zurückgewiesen oder zurückgenommen wurden und die Hälfte der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller, deren Anträge entweder in Bezug auf das Delisting oder in Bezug auf den BGV als unzulässig zurückgewiesen wurden.

III.

1.

Gegen die ihnen zu den nachfolgend genannten Zeitpunkten zugestellte Entscheidung des Landgerichts haben folgende Antragsteller sofortige Beschwerde eingelegt:

Antragsteller Ziffer	Zustellung Beschluss Landgericht	Eingang Beschwerde	Fundstelle Akten VII
3)	12.03.2008	26.03.2008	434 ff.
4)	12.03.2008	26.03.2008	434 ff.
12)	11.03.2008	19.03.2008	401
13)	12.03.2008	26.03.2008	413
16)	11.03.2008	19.03.2008	415, 519 ff.
24)	11.03.2008	18.03.2008	414, 643 f.
25)	12.03.2008	26.03.2008	402 ff.
26)	11.03.2008	25.03.2008	459 ff.
27)	11.03.2008	17.03.2008	420, 542 ff.
28)	11.03.2008	17.03.2008	420, 542 ff.
34)	25.03.2008	08.04.2008	476, 466 ff.
35)	25.03.2008	08.04.2008	476, 466 ff.
40)	11.03.2008	25.03.2008	440 ff.
42)	11.03.2008	25.03.2008	407, 632 ff.
44)	10.03.2008	20.03.2008	409 ff.
47)	11.03.2008	20.03.2008	409 ff.
48)		18.03.2008	421, 555 ff.
49)	11.03.2008	18.03.2008	416 ff.
55)	12.03.2008	17.03.2008	428 ff.
62)	10.03.2008	20.03.2008	424 ff.
63)	10.03.2008	20.03.2008	423, 666 ff.
64)	10.03.2008	18.03.2008	422, 670 ff.
71)	10.03.2008	25.03.2008	457, 560
74)	10.03.2008	25.03.2008	457, 586 ff.

Die Antragsgegnerin hat gegen die ihr am 11.03.2008 zugestellte Entscheidung des Landgerichts am 25.03.2008 sofortige Beschwerde eingelegt (Bl. VII 498 ff.). Sie beantragt, die Anträge sämtlicher Antragsteller - soweit sie nicht als unzulässig zurückgewiesen wurden oder ihre Rücknahme festgestellt wurde - zurückzuweisen (Bl. VII 508).

Folgende Antragsteller haben auf die Beschwerde der Antragsgegnerin hin gegen die ihnen zu den nachfolgend genannten Zeitpunkten zugestellte Entscheidung des Landgerichts Anschlussbeschwerde eingelegt:

Antragsteller Ziffer	Zustellung Beschluss Landgericht	Eingang Anschlussbeschwerde	Fundstelle Akten
5)	14.05.2008	20.06.2008	VII 638 ff.
12)	11.03.2008	19.05.2008	VII 526 ff.
13)	12.03.2008	20.05.2008	VII 531 f.
41)	11.03.2008	01.12.2009	VIII 832
43)	10.03.2008	18.04.2008	VII 477 ff.
45)	10.03.2008	21.04.2008	VII 487 ff.
46)	10.03.2008	23.04.2008	VII 512 ff.
52)	11.03.2008	06.11.2009	VIII 823
53)	11.03.2008	12.11.2009	VIII 827 f.
54)	11.03.2008	09.11.2009	VIII 821 f.
57)	10.03.2008	01.12.2009	VIII 832
58)	10.03.2008	01.12.2009	VIII 832
59)	10.03.2008	01.12.2009	VIII 832
61)	10.03.2008	04.01.2009	VII 678 ff.
72)	10.03.2008	18.04.2008	VII 482 ff.
73)	10.03.2008	21.04.2008	VII 492 ff.

Der Antragstellerin Ziffer 5) war der Beschluss durch Einschreiben mit internationalem Rückschein zugestellt worden. Ausweislich des Einlieferungsbelegs war das Einschreiben am 09.05.2008 der Post übergeben worden (Bl. VI vor 235). Nach dem Poststempel des Rückscheins war die Sendung spätestens am 14.05.2008 zugegangen.

Mit Schriftsatz vom 05.06.2008, eingegangen am selben Tag, hat sich schließlich der gemeinsame Vertreter gegen den ihm am 11.03.2008 zugestellten Beschluss gewandt. Er beantragt dessen Abänderung zugunsten der außenstehenden Aktionäre (Bl. VII 547 ff.).

Die Antragsgegnerin beantragt, die Beschwerden der Antragsteller Ziffer 12), 13) und 26) sowie des gemeinsamen Vertreters zu verwerfen und die Beschwerden im Übrigen zurückzuweisen (Bl. VII 684).

Der Antragsteller Ziffer 45) ist am 14.03.2009 verstorben (Bl. VII 734 f.). Die im Rubrum genannten Erben sind an seine Stelle getreten (Bl. VIII 825). Der Antragsteller Ziffer 19) ist ebenfalls verstorben; er wurde durch die im Rubrum Genannten beerbt (Bl. XI 1725).

2.

Die Antragsteller Ziffer 3) und 4) rügen die Zurückweisung ihres Antrags bezüglich des Delistings als unzulässig. Sie haben Bankbescheinigungen vom 13.03.2008 vorgelegt, die bestätigten, dass der Antragsteller Ziffer 3) seit dem 01.03.2007 und die Antragstellerin Ziffer 4) seit dem 12.06.2007 Aktionäre der K waren (Bl. VI 438, 439). Die Antragstellerin Ziffer 5) kritisiert die Zurückweisung ihres Antrags durch das Landgericht als unzulässig. Sie hat eine Bankbescheinigung vom 19.06.2008 vorgelegt, die bestätigt, dass sie am 04.04.2007 Aktionärin der K war (Bl. VII 640, 642).

Die Antragsteller Ziffer 12) und 13) haben ihre oben genannten Beschwerden jeweils durch persönliches Schreiben, ihre Anschlussbeschwerden dagegen durch Anwaltschriftsatz eingelegt. Sie wenden sich gegen die Zurückweisung ihrer Anträge als unzulässig. Mit seiner sofortigen Beschwerde und seiner Anschlussbeschwerde hat der Antragsteller Ziffer 12) jeweils Bankbescheinigungen vorgelegt, die den Besitz von Aktien der K vom 03.02.2006 bis zum Jahr 2008 bestätigen (Bl. VII 401 f., 528 f.). Der Antragsteller Ziffer 13) hat die Kopie einer Bankbescheinigung vom 19.10.2007 übermittelt, in der bestätigt wird, dass er vom 15.03.2007 bis zum 18.10.2007 Aktionär der K war (Bl. VII 413 f. und VIII 532).

Auch die Antragstellerin Ziffer 44) rügt die Zurückweisung ihres Antrags bezüglich des Delistings, allerdings ohne ihre Beschwerde insoweit zu begründen (Bl. VII 409 ff., 734 ff.). Auf den Hinweis des Senats vom 12.10.2009 (Bl. VIII 762) hat sie ihren Aktienbesitz am 28.06.2007 durch Bankbescheinigung nachgewiesen (Bl. VIII 826).

Die Antragstellerin Ziffer 55) hält die Zurückweisung ihres Antrags als unzulässig mangels hinreichendem Nachweis ihrer Antragsberechtigung für fehlerhaft (Bl. VII 428 ff.). Ergänzend hat sie eine Bankbescheinigung vom 13.03.2008 vorgelegt, in der bestätigt wird, dass sie am 12.06.2007 Aktien der K hielt.

Die Antragstellerin Ziffer 63) und der Antragsteller Ziffer 64) meinen, sie seien nicht verpflichtet gewesen, ihren Aktienbesitz am Tag des Eingangs ihres Antrags bei Gericht nachzuweisen (Bl. VII 667, 671). Im Übrigen hat die Antragstellerin Ziffer 63) eine Erklä-

nung ihres Geschäftsführers, des Antragstellers Ziffer 64), vom 08.07.2008 vorgelegt, in welcher dieser an Eides Statt versicherte, dass die Antragstellerin Ziffer 63) seit dem 13.06.2007 Aktionärin der K gewesen sei. Der Antragsteller Ziffer 64) hat auch für sich selbst an Eides statt erklärt, dass er seit dem 13.06.2007 Aktionär der K sei (Bl. VII 673). Auf den Hinweis des Senats vom 12.10.2009 (Bl. VIII 762) haben die Antragstellerin Ziffer 63) und der Antragsteller Ziffer 64) ihren Aktienbesitz zum 13.06.2007 bzw. 18.06.2007 durch Bankbescheinigung nachgewiesen (Bl. VIII 817 ff., 850 ff.).

Die Antragstellerin Ziffer 71) stellt den Beschluss des Landgerichts umfassend zur Überprüfung durch den Senat; sie hat ihre Beschwerde allerdings hinsichtlich der Zurückweisung ihres Antrags in Bezug auf den BGV als unzulässig nicht begründet (Bl. VII 560).

Der Vertreter des Antragstellers Ziffer 45) meint, das Verfahren sei durch den Tod seines Mandaten entsprechend § 239 ZPO unterbrochen (Bl. VII 734).

3.

Die Antragsteller, die Beschwerde bzw. Anschlussbeschwerde eingelegt haben, begehren eine höhere Festsetzung der Kompensation. Dazu haben sie in dem zunächst unter 20 W 2/08 vor dem Senat geführten Beschwerdeverfahren unter anderem vorgetragen:

Die Planungsrechnung des Unternehmens könne nicht übernommen werden, da schon keine gesetzeskonforme Prüfung erfolgt sei (Bl. VII 735). Im Übrigen habe die aktuelle Ertragslage zum 17.02.2007 keinen Eingang in die Planung gefunden (Bl. VII 736). Dass die Planung des Unternehmens zu pessimistisch gewesen sei, belege der Umstand, dass die aktuelle Ertragslage des Geschäftsjahres 2008/2009 besser sei als die Planungen (Bl. VIII 824, 828, 830 f.). Das Landgericht gehe weder auf die fehlende Plausibilität der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie Abschreibung ein, noch ordne es eine Neubegutachtung an (Bl. VII 410, 445, 520). Eine Stagnation trotz eines nachhaltigen Abschreibungsaufwands von 5 Mio. Euro sei nicht plausibel (Bl. VII 737). Die Klimaerwärmung werde sich auf den Skisport erst langfristig, d.h. in 50 bis 100 Jahren auswirken (Bl. VII 431). Der Vorstand der K habe in seinem Konzernlagebericht 2004/2005 (vgl. Geschäftsbericht 2004/2005, dort Seite 23) den Ausbau der marktführenden Stellung der K trotz verändertem Wettbewerbsumfeld selbst als Unternehmensziel definiert; im Jahr 2005/2006 sei der K trotz rückläufigen Marktvolumens ein Anstieg

ihres Absatzes gelungen (Bl. VII 445). Schließlich sei eine Kompensation etwaiger Umsatzrückgänge durch die hohen Wachstumsraten im geografischen Segment „Rest der Welt“ von 142% im Jahr 2005/2005 und im Segment Beach Tech von 21% im Jahr 2006/2007 nicht ausgeschlossen (Bl. VII 446). Die Ertragsprognosen berücksichtigen überdies nicht die alternativen Einsatzmöglichkeiten der Pistenbully-Technologie (Bl. VII 681). Allein schon wegen der Inflation müssten die künftigen Erträge der K höher geplant werden (Bl. VII 545). Die Ausschüttungsquote dürfe nicht fiktiv auf 40% erhöht werden, maßgeblich sei auch in der Phase der ewigen Rente die bisherige unternehmensindividuelle Ausschüttungsquote (Bl. VII 406). Das Landgericht habe verkannt, dass sich die Abkehr von der historischen Ausschüttungsquote der K in der Phase der ewigen Rente nicht zum Vorteil, sondern zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre auswirke (Bl. VII 417). In den Jahren 2006/2007 und 2007/2008 seien keine Wertbeiträge aus Thesaurierung zugunsten der Anteilseigner angesetzt worden (Bl. VII 473). Richtigerweise sei zugunsten der außenstehenden Aktionäre zu unterstellen, dass die Erträge zum Erwerb eigener Aktien der K verwendet würden, da auf diese Weise Steuerbelastungen vermieden würden (Bl. V 558).

Mehrere Antragsteller übten grundlegende Kritik an der Anwendung des CAPM (vgl. Bl. VII 447, 561 ff., 744 ff.). Der Antragsteller Ziffer 24) hat dazu ein von einem Wirtschaftsprüfer erstelltes Gutachten vorgelegt, das belege, dass das (Tax-)CAPM wegen seiner vielen Unsicherheiten keine geeignete Schätzgrundlage darstelle und regelmäßig zu überhöhten Risikozuschlägen gelange (Bl. VII 744, 746). Das Landgericht habe die Marktrisikoprämie noch zu hoch angesetzt (Bl. VII 404, 411, 418, 449, 521, 840 ff.). Dabei habe es sich nicht ausreichend mit der Frage auseinandergesetzt, ob das geometrische oder das arithmetische Mittel zugrunde zu legen ist (Bl. VII 405). Entgegen der Auffassung des Landgerichts sei der künftige Betafaktor der K nicht zu schätzen, sondern der eigene, vom Antragsteller Ziffer 49) ermittelte, historische Betafaktor der K zugrunde zu legen (Bl. VII 405). Dabei sei zu bedenken, dass Betafaktoren beherrschter Gesellschaften regelmäßig gering ausfielen (Bl. VII 449); im Übrigen wurde auf das Stichtagprinzip verwiesen (Bl. VII 449, 513). Das Vorgehen des Landgerichts, mangels gesicherter Erkenntnisse einen Betafaktor von 1,0 anzunehmen, sei methodisch unzulässig (Bl. VII 418). Zum einen müsse das Landgericht vor einer solchen Schätzung jedenfalls die gesicherten Erkenntnisse berücksichtigen, wozu gehöre, dass der Betafaktor eines faktisch konzernierten Unternehmens geringer sei als der Durchschnittswert (Bl. VII 418 f., 740). Zum anderen habe das Landgericht verkannt, dass der Durchschnitt aller Unter-

nehmen höher verschuldet sei als die K (Bl. VII 418, 435, 513). Die unternehmensspezifischen Risiken der Klimaerwärmung sowie des verschärften Wettbewerbs seien bereits bei den Ertragsprognosen berücksichtigt und deshalb nicht erneut im Betafaktor zu berücksichtigen (Bl. VII 450, 634). Bei der Annahme eines Wachstumsabschlags von 1% habe das Landgericht übersehen, dass der Abschlag dem langfristigen qualitativen und quantitativen Wachstum Rechnung trage, das im Fall der K durch den dauerhaft geplanten Aufwand für Forderung und Entwicklung bzw. Abschreibung sichergestellt sei (Bl. VII 412). Angesichts der Bedeutung börsennotierter Aktiengesellschaften für die Volkswirtschaft müssten diese Unternehmen auf lange Sicht parallel zur Gesamtwirtschaft wachsen (Bl. VII 741).

Schließlich wurde gerügt, dass die Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform außer Acht gelassen worden seien (Bl. VII 451).

In jedem Fall betrage die angemessene Abfindung mindestens 32,61 Euro je Aktie, da die Untergrenze der Abfindung durch den Durchschnittskurs der K-Aktie in dem Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung am 16.02.2007 bestimmt werde (Bl. VII 410, 431). Einzelne Antragsteller vertraten die Auffassung, der Referenzzeitraums dürfe erst ab dem Tag der Hauptversammlung beginnen, da die Marktteilnehmer erst zu diesem Zeitpunkt über die zur Bewertung des Unternehmens nötigen Informationen verfügten (Bl. VII 596, VIII 839). Mehrere Antragsteller wenden sich gegen einen Referenzzeitraum vor Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme sei; sie verweisen dazu unter anderem auf die Feststellung des Bundesverfassungsgerichts, die Abfindung müsse die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen (Bl. VII 622 ff.). Der höhere Durchschnittskurs im Vergleich zum Dreimonatszeitraum vor dem 15.12.2006 beruhe jedenfalls nicht auf der Erwartung des Abschlusses des BGV (bzw. des Delistings), sondern auf dem Umstand, dass die K am 15.12.2006 zugleich ihre Kennzahlen für das abgeschlossene Geschäftsjahr 2005/2006 bekannt gegeben habe, die mit einem Konzernumsatz von 190,6 Mio. Euro und einem Konzernergebnis nach Steuern von 15,2 Mio. Euro die bislang erzielten Kennzahlen weit übertrafen (Bl. VII 410, 442, VIII 833 f.).

Bei der Ableitung des Ausgleichs dürften Thesaurierungen nach § 304 Abs. 2 AktG nicht berücksichtigt werden (Bl. VII 452). Der vom Landgericht zur Ermittlung der Ausgleichszahlung verwendete Verrentungszinssatz von 5,151 % sei willkürlich gegriffen und unangemessen; stattdessen sei ein höherer Kapitalisierungszinssatz anzusetzen (Bl. VII

406, 419, 635). Zudem habe das Landgericht bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes nicht berücksichtigt, dass der Risikozuschlag im Tax-CAPM nicht und der Basiszinssatz voll versteuert, Ausschüttungen dagegen nach dem Halbeinkünfteverfahren nur zur Hälfte steuerbar seien (Bl. VII 419, ähnlich 452).

4.

Die Antragsgegnerin vertrat die Auffassung, die sofortigen Beschwerden der Antragsteller (Ziffer 12) und 13) seien unzulässig, da sie nicht von einem Rechtsanwalt unterzeichnet sind. Die deshalb gebotene Verwerfung ihrer Beschwerden könne durch die Einlegung ihrer Anschlussbeschwerden nicht verhindert werden (Bl. VII 686). Die Antragsgegnerin behauptete zudem ursprünglich, die sofortige Beschwerde des Antragstellers (Ziffer 26) sei verfristet (Bl. VII 686); auf den Hinweis des Senats vom 12.10.2009 (Bl. VIII 762) hat die Antragsgegnerin allerdings den Eingang der Beschwerde am 25.03.2008 unstreitig gestellt (Bl. VIII 820). Schließlich meinte die Antragsgegnerin, dass der Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters vom 05.06.2008 zwar als sofortige Beschwerde zu behandeln, diese aber mangels Beschwerdebefugnis und wegen Verfristung unzulässig sei (Bl. VII 686). Im Übrigen verteidigte die Antragsgegnerin die Entscheidung des Landgerichts, soweit Anträge als unzulässig zurückgewiesen wurden.

Die Zurückweisung des Antrags der Antragstellerin (Ziffer 5) sei rechtskräftig, da diese keine sofortige Beschwerde eingelegt habe; die von ihr eingelegte Anschlussbeschwerde und die nachgereichte Bankbestätigung änderten daran nichts (Bl. VII 687). Die Antragsberechtigung sei von Amts wegen zu prüfen. Im Übrigen habe sie die Antragsberechtigung aller Antragsteller bestritten, die ihre Aktionärsstellung nicht bezogen auf das Datum ihres Eingangs bei Gericht urkundlich nachgewiesen hätten (Bl. VII 687). Eine Nachreichung von Urkunden sei im Beschwerdeverfahren nur möglich, wenn die Missachtung der vom Landgericht in der mündlichen Verhandlung am 12.02.2008 gesetzten Frist von zehn Tagen genügend entschuldigt sei (Bl. VII 688). Die von den Antragstellern (Ziffer 63) und 64) vorgelegten eidesstattlichen Versicherungen stellten keine Urkunden im Sinne von § 3 Satz 3 SpruchG dar (Bl. VII 688).

Die Antragsgegnerin trat den Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden auch in der Sache entgegen. Die Klimaerwärmung wirke sich auf den Skisport in den Alpen nicht erst in 50 oder 100 Jahren aus. Zwar kämen alternative Verwendungen des Pistenbully in Betracht; diese Fälle seien nach Zahlen aber verschwindend gering und beträfen in

der Regel Gebrauchtfahrzeuge (Bl. VII 692). Nach den Ergebnissen des Jahres 2006/2007 lägen jetzt auch die Ergebnisse des Jahres 2007/2008 unter den Planannahmen; die Zahlen des Jahres 2007/2008 seien im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass der Weltmarkt im Vergleich zur Vorsaison um 20% geschrumpft sei (Bl. VII 693). Das bei der Bewertung zu berücksichtigende unternehmensindividuelle Konzept der K habe eine Tilgung von Fremdkapital und den Erwerb des Betriebsgrundstücks vorgesehen; der entsprechende Vorstandsbeschluss sei bereits am 12.12.2006 gefasst worden (Bl. VII 697, AG 28). Die Beibehaltung des bisherigen Leasingaufwands bzw. der Erwerb des Betriebsgrundstücks mit Fremdmitteln hätte wegen höherer Aufwendungen bzw. einem höheren Betafaktor zu einem geringeren Unternehmenswert geführt (Bl. VII 698). Zu Recht habe das Landgericht festgestellt, dass aus den historischen Kapitalmarktdaten der K kein aussagekräftiger eigener Betafaktor abgeleitet werden könne. Unabhängig davon, welche Intervalllängen, Berechnungszeiträume und Indizes man zugrunde lege, seien keine aussagekräftigen Betafaktoren zu ermitteln; dies gelte auch in der Rückschau auf einen längeren Zeitraum in der Vergangenheit (Bl. VII 703 ff.). Die in der Phase der ewigen Rente angesetzten Aufwendungen für Forschung und Entwicklung führten zwar zu Wachstum, aber zu keinem Wachstum oberhalb der Inflationsrate. Dabei sei zu berücksichtigen, dass der Hauptwettbewerber der K diversifiziert aufgestellt sei und den Preiskampf in einer Sparte deshalb mit Erträgen aus einer anderen quersubventionieren könne (Bl. VII 710). Zur Ausräumung von Zweifeln an der Veräußerung der Aktien der Volkswagen AG bzw. der Allianz AG legte die Antragsgegnerin die entsprechenden Verkaufsabrechnungen vom 03.11.2006 vor (Bl. VII 711, AG 30). Der für die Untergrenze der Abfindung maßgebliche Börsenkurs sei dem Dreimonatszeitraum vor der Bekanntmachung zu entnehmen. Der Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung sei hier nicht deshalb maßgeblich, weil die K am 15.12.2006 zugleich Ergebniszahlen veröffentlicht hatte. Die Entwicklung des Kurses der K-Aktie in der Vergangenheit belege, dass die Bekanntgabe von normalerweise kursrelevanten Entwicklungen des Geschäfts des Unternehmens durch Ad-hoc-Mitteilungen keinen besonderen Einfluss auf den Kurs der Aktie hatte (Bl. VII 718, V 147 f.).

Mit ihrer sofortigen Beschwerde wandte sich die Antragsgegnerin gegen die Reduzierung der Marktrisikoprämie und des Betafaktors durch das Landgericht gegenüber der Unternehmenswertberechnung der . Die von . angesetzte Marktrisikoprämie sei schon deshalb angemessen, weil es sich um den Mittelwert der vom IDW empfohlenen Bandbreite von 5,0 bis 6,0% handele. Dies entspreche der Linie der Rechtsprechung

des Senats, der bei Zugrundelegung von IDW S1 Stand 28.06.2000 eine Marktrisikoprämie von 4,5 angesetzt habe (Bl. VII 509). Bei Zugrundelegung der Berechnungsmethode des Senats sei hier eine Marktrisikoprämie von 5,79% anzusetzen (Bl. VII 702, VI 342). Der Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors von 1,0 durch das Landgericht werde den Besonderheiten des Falls nicht gerecht. Das Geschäft der K sei durch besondere Umstände geprägt, die bereits jeder für sich und erst recht in ihrem Zusammentreffen zu einem deutlich über dem Durchschnitt liegenden Risiko führten (Bl. VII 509). Zu diesen Risiken gehörten insbesondere, dass die K ein Ein-Produkt-Unternehmen sei, dass es sich um einen Luxusguthersteller handle und vor allen Dingen, dass ihr Geschäft extrem wetterabhängig sei (Bl. VII 509). Jedenfalls sei trotz der vom Landgericht vorgenommene Änderung einzelner Parameter beim Kapitalisierungszinssatz keine höhere Festsetzung von Abfindung bzw. Ausgleich geboten, da Abweichungen in einer Größenordnung von bis zu 10% als noch vertretbare Bandbreite anzusehen seien, die keine Korrektur der festgelegten Kompensationen verlangten (Bl. VII 510). Demnach sei zumindest die Erhöhung des Ausgleichs von 2,23 Euro brutto auf 2,36 Euro brutto nicht gerechtfertigt, zumal der festgelegte Ausgleich zugunsten der außenstehenden Aktionäre das nicht betriebsnotwendige Vermögen berücksichtige.

5.

Der gemeinsame Vertreter und die Antragstellerin Ziffer 71) traten der Auffassung der Antragsgegnerin zur Zulässigkeit der Beschwerde des gemeinsamen Vertreters entgegen. Der gemeinsame Vertreter war der Auffassung, er sei auch ohne die Erhebung einer eigenen zulässigen Beschwerde Beteiligter des Beschwerdeverfahrens und könne das Verfahren nach § 6 Abs. 3 SpruchG fortführen sowie eigene Anträge stellen, wenn sämtliche Antragsteller ihre Beschwerden zurücknähmen (Bl. VII 757). Darüber hinaus stehe ihm ein eigenständiges Beschwerderecht zu (Bl. VII 758). Auf eine Beschwerde des gemeinsamen Vertreters komme es nicht an, da dieser ohnehin keine eigenen Rechte geltend mache (Bl. VII 754). Angesichts seiner von der Erhebung einer Beschwerde unabhängigen Beteiligung im Beschwerdeverfahren meint der gemeinsame Vertreter, er könne eine sofortige Beschwerde auch nach Ablauf der Beschwerdefrist einlegen; jedenfalls sei seine Beschwerde aber als Anschlussbeschwerde zulässig (Bl. VII 759).

Der gemeinsame Vertreter stellte die Richtigkeit der Ertragsprognosen mit dem Hinweis in Frage, dass die Antragsgegnerin nicht wirtschaftlich vernünftig handle, wenn sie die außenstehenden Aktionäre trotz schlechter Ertragsaussichten abfinde (Bl. VII 549). Mit

den von ihm in erster Instanz angeführten Studien habe sich das Landgericht bei der Festsetzung der Marktrisikoprämie nicht auseinandergesetzt (Bl. VII 550). Der Renditevorsprung von Aktien gegenüber risikolosen Wertpapieren betrage höchstens 2% (Bl. VII 551). Der vom Landgericht angenommene Betafaktor sei zu hoch. Die historische Betrachtung der K-Aktie im Vergleich zum S-DAX belege ein im Vergleich zum Marktdurchschnitt niedrigeres Risiko. Das niedrigere Risiko der K folge insbesondere aus ihrer hohen Eigenkapitalquote und ihrer guten Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit (Bl. VII 551). Der Wachstumsabschlag sei mindestens mit 2% anzusetzen (Bl. VII 552); der Referenzzeitraum für die Ermittlung des Börsenkurses sei nicht vor dem 15.12.2006, sondern vor dem 17.02.2007 anzusetzen (Bl. VII 552 ff.).

6.

Nach mündlicher Verhandlung vom 09.12.2009, zu deren Inhalt auf die Sitzungsniederschrift (Bl. VIII 866 ff.) verwiesen wird, hat der Senat unter 20 W. 2/08 durch Beschluss vom 18.012.2009 (VIII Bl. 896 ff.; OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274)

- die gegen die Zurückweisung ihres Antrags betreffend den BGV durch den Beschluss des Landgerichts vom 06.03.2008, Az. 31 O 32/07 KfH AktG, gerichtete sofortige Beschwerde der Antragstellerin Ziffer 71) zurückgewiesen und
- die sofortigen Beschwerden und Anschlussbeschwerden gegen den Beschluss des Landgerichts vom 06.03.2008, Az. 31 O 32/07 KfH AktG, im Übrigen dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorgelegt.

Zur Begründung führte der Senat aus, dass eine Vorlage nach § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG erforderlich sei, weil der Senat von der damaligen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs abweichen und zur Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der im Hinblick auf den BGV angebotenen Abfindung und des im Hinblick auf das Delisting angebotenen Erwerbspreises nicht auf einen Zeitraum unmittelbar vor der über die Maßnahmen Beschluss fassenden Hauptversammlung, sondern auf einen Zeitraum vor Bekanntgabe der beabsichtigten Maßnahmen abstellen wolle (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 101 ff.]). Die Frage der Bestimmung der Referenzperiode sei in diesem Verfahren entscheidungserheblich, weil der Wert der Aktien der K nur bei einer Ermittlung des Börsenwerts nach Maßgabe der damaligen Rechtsprechung des

Bundesgerichtshofs über dem angebotenen Betrag liege; im Fall der Ermittlung des Börsenwerts nach der Methode des Senats und bei einer fundamentalanalytischen Wertermittlung mithilfe des Ertragswertverfahrens jedoch darunter (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 130 und Rn. 132 ff.]).

IV.

Der Bundesgerichtshof hat die Sache mit Beschluss vom 28.06.2011 (BGH, GWR 2011, 332) zur Entscheidung in eigener Zuständigkeit zurückgegeben. Die Voraussetzungen für die Vorlage an den Bundesgerichtshof seien zwischenzeitlich entfallen, da die Rechtsfrage, die der Vorlage zugrunde lag, vom Bundesgerichtshof nach dem Vorlage-schluss vom 18.12.2009 unter Aufgabe seiner früheren Rechtsprechung im Sinne des Senats entschieden habe (BGH, GWR 2011, 332 [juris Rn. 5 und 8]). Das Verfahren wird seither unter 20 W 7/11 vor dem Senat geführt.

1.

Während der Anhängigkeit des Beschwerdeverfahrens vor dem Bundesgerichtshof und nach der Rückgabe des Verfahrens an den Senat haben die Antragsteller auch jenseits der Rechtsfrage, die Anlass der Vorlage war, weiter vorgetragen.

- a) Dieser Vortrag richtete sich zunächst grundsätzlich gegen das Vorgehen des Senats im Bereich der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswerts.
- aa) Zu beanstanden sei, dass der Senat die Planungen der K nur eingeschränkt geprüft habe (Bl. IX 1226, Bl. XII 2090). Zu Unrecht nehme der Senat an, dass lediglich die Plausibilität der Unternehmensbewertung der im Lichte der Unternehmensplanung zu überprüfen sei (Bl. IX 1227).
- (1) Mit der bloßen Prüfung der Vertretbarkeit „degeneriere“ die gerichtliche Überprüfung von Kompensationsleistungen „zu einer Farce“ (Bl. XI 1765).
- (1.1) Im Spruchverfahren sei der „wahre Wert“ des Aktieneigentums zu ermitteln (Bl. XI 1793). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshof sei dabei nicht nur die Vertretbarkeit, sondern die Richtigkeit der Wertermittlung zu überprüfen (Bl. XI 1796, Bl. XII 2097).

- (1.2) Zwar seien die zur Ermittlung des Unternehmenswerts verfügbaren Methoden in ihrer Präzision nicht messbar, sondern „lediglich Überzeugungen von Experten mit zudem erfahrungsgemäß geringer Halbwertszeit“, wobei in Expertenkreisen „nicht einmal eine übereinstimmende Überzeugung hinsichtlich der richtigen Methode“ existiere (Bl. XI 1797). Das mit den Unsicherheiten der Unternehmensbewertung verbundene Risiko sei aber durch eine Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre zu lösen (Bl. XI 1788, 1807). Im Verhältnis zwischen Börsenwert und „wahrem Wert“ sei die Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre anerkannt (Bl. XI 1801). Die Zugrundelegung von Mittelwerten sei dagegen nicht vertretbar, weil dies auf einen Kompromiss zwischen den Interessen von Minderheitsaktionären und Mehrheitsaktionär hinauslaufe, um den es im Spruchverfahren gerade nicht gehe (Bl. XI 1808).
- (1.3) Der Senat wolle dies aufweichen, indem er bei der Ermittlung des „wahren Werts“ keine Richtigkeitsprüfung, sondern lediglich eine eingeschränkte Plausibilitäts- bzw. Vertretbarkeitsprüfung durchführe (Bl. XI 1802). Dabei verkenne er sowohl seine Amtsermittlungspflicht als auch den Umstand, dass es sich beim Unternehmenswertgutachten nur um ein Parteigutachten handele (Bl. XI 1803) und die Möglichkeit der Einflussnahme von Mehrheitsaktionären auf die Unternehmensplanung (Bl. XI 1813).
- (2) Da das Spruchverfahren gewährleisten solle, dass die Minderheitsaktionäre den „wahren“ bzw. „inneren“ Wert ihrer Beteiligung erhielten, dürfe dieser Wert nicht nur durch eine überschlägige grobe Schätzung ermittelt werden (Bl. X 1622, Bl. XII 2096).
- (2.1) Insoweit seien strengere Anforderungen aufzustellen als bei der Feststellung des Schadens in einem Zivilprozess (Bl. X 1622). Anders als dort dürfe hier die Möglichkeit der Fehlerhaftigkeit der Schätzung nicht in Kauf genommen werden (Bl. XI 1806). Jedenfalls dürften weder Sachverständigengutachten noch Fachveröffentlichungen ungeprüft als Grundlage der richterlichen Entscheidung übernommen werden, da sie keine Vermutung der Richtigkeit in sich trügen (Bl. XI 1924, 1927).
- (2.2) Das Unternehmenswertgutachten könne schon deshalb nicht Grundlage einer Schätzung des Unternehmenswerts durch den Senat sein, weil dieser nicht geprüft

habe, ob die Planungen der Gesellschaft dort vollständig und richtig wiedergegeben seien (Bl. XI 1928).

(2.3) Im Übrigen müssten die Antragsteller zur Überprüfung des Unternehmenswertgutachtens Kenntnis von den Grundlagen dieses Gutachtens erhalten (Bl. XI 1928). Entgegen seiner aus § 7 Abs. 7 SpruchG resultierenden Pflicht habe der Senat jedoch die Unternehmensplanung, die Arbeitspapiere von und sowie die tatsächlichen Geschäftszahlen des laufenden Geschäftsjahres nicht angefordert (Bl. IX 1226).

bb) Richtigerweise müsse das Gericht im Spruchverfahren eine eigene Ertragswertberechnung durchführen (Bl. IX 1227). Die Gründung der Ertragswertberechnung auf den Ertragsprognosen der Geschäftsführung der K begegne jedenfalls in mehrfacher Hinsicht bedenken.

(1) Zum einen sei die Geschäftsführung der K vom Mehrheitsaktionär abhängig, zum anderen datiere die Planungsrechnung vom Dezember 2006, also kurz vor der Bekanntgabe der Maßnahme (Bl. IX 1057). Zudem sei die Unternehmensplanung noch während der Vertragsprüfung geändert worden (Bl. XI 1709).

(2) Schließlich sei zu bedenken, dass bei Verwendung der unternehmensinternen Planungsrechnung per se zu geringe Werte angesetzt würden, weil dort nicht auf den Erwartungswert, sondern - trotz Berücksichtigung eines Risikozuschlags bei den Kapitalisierungszinssätzen - auf den Modalwert abgestellt werde, der sich nach Einschätzung des Planers mit der höchsten Wahrscheinlichkeit realisieren werde (Bl. IX 1058).

cc) Für den Fall, dass der Senat dennoch wie in seinem Beschluss vom 18.12.2009 von einer reduzierten gerichtlichen Prüfungsdichte ausgehen sollte, sei er zur (erneuten) Vorlage des Verfahrens verpflichtet (Bl. XII 2055 ff.).

(1) Zunächst sei der Senat verpflichtet, nach Artikel 100 Abs. 1 Satz 1 GG eine Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts einzuholen, da in diesem Fall die Regelungen der §§ 291 ff. AktG keine volle Entschädigung der außenstehenden Aktionäre mehr gewährleisten und damit ihre Verfassungsmäßigkeit in Frage gestellt würde (Bl. XII 2055 f.)

- (2) Jedenfalls sei der Senat zu einer erneuten Vorlage des Beschwerdeverfahrens an den Bundesgerichtshof nach § 28 Abs. 2 und 3 FGG verpflichtet (Bl. XII 2056 ff.). Die Auffassung des Senats zur eingeschränkten gerichtlichen Prüfungsdichte weiche von den Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Sachen „DAT/Altana“ (BGHZ 147, 188 ff.) und „Macrotron“ (BGHZ 153, 47 ff.) ab. Jedenfalls weiche der Senat von einer Entscheidung des Bayerischen Obersten Landesgerichts aus dem Jahr 1995 ab, das festgestellt habe, dass das Gericht sich nicht darauf beschränken dürfe, vorliegende Sachverständigengutachten nur daraufhin zu prüfen, ob die angewandte Bewertungsmethode sachgerecht sowie widerspruchsfrei sei und Anlass bestehe, die an Wirtschaftsprüfergrundsätzen orientierte Vertretbarkeit der einzelnen Wertansätze in Zweifel zu ziehen (Bl. XII 2057). Dies entspreche der Auffassung der Oberlandesgerichte Frankfurt (Bl. XII 2058 unter Berufung auf AG 2007, 449 ff.) und München (Bl. XII 2058 unter Berufung auf 7 U 3326/07 [juris Rn. 20]).
- b) Die Beschwerdeführer richteten sich in erster Linie gegen die Bemessung des Risikozuschlags bei den Kapitalisierungszinssätzen.
- aa) Einzelne Beschwerdeführer hielten die Berücksichtigung eines Risikozuschlags in der Detailplanungsphase generell für unzulässig, da sich eine etwaige Überrendite von Aktien im kurzen Zeitraum der Detailplanungsphase nicht erzielen lasse und unternehmensspezifische Risiken bereits in der Ertragsplanung berücksichtigt seien (Bl. X 1435 f.).
- bb) Zu Unrecht habe der Senat die Anwendbarkeit der Empfehlungen des IDW S1 Stand 18.10.2005 einschließlich des Tax-CAPM als Rechtsfrage eingestuft (Bl. XI 1818 f.). Tatsächlich umgehe der Senat damit die Einholung eines Sachverständigengutachtens (Bl. XI 1819). Jedenfalls fehle ihm die Sachkunde zur Beurteilung der verschiedenen Bewertungsmethoden (Bl. XI 1821).
- cc) Der Senat habe sich in seinem Beschluss vom 18.12.2009 nicht hinreichend mit dem Privatgutachten (Bl. VII 746) zur mangelnden Eignung des Tax-CAPM und der damit verbundenen systematischen Benachteiligung der Minderheitsaktionäre wegen der Errechnung von durchschnittlich 20-25% geringeren Unternehmenswerten auseinandergesetzt (Bl. IX 1142, Bl. XI 1738, Bl. XI 1766, Bl. XI 1798). Dabei würden die Minderheitsaktionäre hier erheblich beeinträchtigt, weil sich bei An-

wendung des CAPM anstelle des Tax-CAPM ein um 50% höherer Unternehmenswert ergäbe (Bl. IX 1143, AV5, IX 1162 f.). Die Nachsteuerbetrachtung stelle generell einen deutschen Sonderweg dar (Bl. XI 1738). Das Tax-CAPM führe zu keinem Erkenntnisgewinn (Bl. XI 1798).

- c) Der Senat habe die Marktrisikoprämie in seinem Beschluss vom 18.12.2009 jedenfalls unzutreffend geschätzt.
- aa) Zu Unrecht habe der Senat kein Sachverständigengutachten zur Marktrisikoprämie eingeholt, obwohl es an geeigneten Grundlagen für eine Schätzung der Marktrisikoprämie nach § 287 Abs. 2 ZPO fehle (Bl. X 1621, 1623, Bl. X 1659, Bl. XII 2099).
- bb) Zur Begründung seiner eigenen Schätzung der Marktrisikoprämie führe der Senat insbesondere die Empfehlung des IDW sowie die dafür maßgebliche Studie von Prof. Stehle an, ohne die Kritik an letzterer gelten zu lassen (Bl. IX 1072).
- (1) Zunächst habe das Unternehmenswertgutachten die Ergebnisse der Studie von Prof. Stehle auch unter Beachtung der Empfehlungen des IDW nicht ungeprüft übernehmen dürfen, weil darzustellen sei, auf welchen Annahmen der ermittelte Wert beruhe und auch die Nachvollziehbarkeit anderer Arbeiten zu überprüfen sei (Bl. XII 2060 ff.). Bedenken begegne die Studie von Prof. Stehle schon deshalb, weil ohne Einsicht in die verwendeten Rohdaten nicht beurteilt werden könne, ob die empirisch erhobene Rohdaten ordnungsgemäß verarbeitet worden seien (Bl. XI 1930, MHP 5). Vor diesem Hintergrund wurde beantragt, durch Sachverständigengutachten zu klären, ob die Studie von Prof. Stehle auf korrekt erhobenen Rohdaten beruhe, unter welchen Annahmen diese Rohdaten zu den mitgeteilten Ergebnissen führten und ob die der Verarbeitung der Rohdaten zugrunde liegenden Annahmen und Vorgaben konsistent umgesetzt worden seien (Bl. XI 1959, Bl. XII 2098).
- (2) Dies gelte zunächst für die Untersuchungszeiträume; bei Verwendung historischer Kapitalmarktdaten lasse sich richtigerweise kein Risiko für langfristige Aktienanlagen feststellen, welches die Vertretbarkeit einer Marktrisikoprämie in Höhe von 4,5% oder 5,5% rechtfertigen könne (Bl. XI 1779).
- (2.1) Das Landgericht habe zu Recht die 1950er-Jahre bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie ausblenden wollen (Bl. IX 1137). Die Untersuchung Prof. Stehles begin-

ne schon 1955. Ein Rückgriff auf Daten vor 1960 sei indessen zur Vermeidung von Strukturbrüchen zu vermeiden. Die 1950er Jahre seien im Übrigen insgesamt noch durch das - in der Zukunft nicht wiederholbare - Aufholen der Kriegsverluste und die Durchlässigkeit der innerdeutschen Grenze geprägt gewesen (Bl. XI 1779 f., Bl. XI 1964 ff.). Jedenfalls sei erst Ende 1959 eine als sichere Anlage zu betrachtende Bundesanleihe mit einer „für die Unternehmensbewertung halbwegs akzeptablen Laufzeit“ emittiert worden (Bl. XI 1780).

- (2.2) Dem könne der Senat nicht mit einer - im Übrigen auf einer Falschmessung beruhenden (Bl. XI 1967) bzw. im Fall der geometrischen Mittelung nur zu einer Marktrisikoprämie von 3,2% führenden (Bl. IX 1137) - weiteren Untersuchung Prof. Stehles entgegen halten, dass sich nach 1959 in irgendeinem langjährigen Zeitraum eine höhere Marktrisikoprämie finden lasse als im Zeitraum von 1955 bis 2003 (Bl. XI 1964). Durch Herausgreifen eines - wenn auch umfangreichen - Teilzeitraums aus einem größeren Gesamtzeitraum werde man immer mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auf eine Vielzahl von Teilzeiträumen stoßen, deren annualisierte Marktrisikoprämie deutlich höher liege als die des Gesamtzeitraums (Bl. XI 1964).
- (2.3) Vor diesem Hintergrund wurde beantragt, durch Sachverständigengutachten Beweis zu erheben zu der Frage, ob die Untersuchungen Prof. Stehles deshalb zu einer überhöhten Schätzung der Marktrisikoprämie führten, weil in diesen ein falsch gewählter Beobachtungszeitraum herangezogen werde (Bl. XI 1959, Bl. XII 2098).
- (3) Des Weiteren verstoße Prof. Stehle bei seiner Ermittlung der Überrendite von Aktien gegen das Gebot der Laufzeitkongruenz, indem er der unbegrenzten Laufzeit von Aktien den REXP gegenüberstelle, der durchschnittlich Papiere mit einer Restlaufzeit von sechs Jahren enthalte (Bl. XI. 1774 f.). Außerdem sei die Ermittlung der Überrendite durch Heranziehung des REXP deshalb nicht zulässig, weil der mithilfe der Marktrisikoprämie ermittelte Risikozuschlag auf den Basiszinssatz aufgeschlagen werde, der seinerseits die rechnerische Verzinsung einer fiktiven Anleihe mit unendlich langer Laufzeit repräsentiere (Bl. Bl. XI 1961). Vor diesem Hintergrund wurde beantragt, durch Sachverständigengutachten Beweis zu erheben zu der Frage, ob die Untersuchungen von Prof. Stehle deshalb zu einer überhöhten Schätzung der Marktrisikoprämie führten, weil dort die Performance deutscher

Aktien nicht mit langfristigen Anleihen verglichen werde, sondern mit kurz- oder mittelfristigen Rentenanlagen oder dem REXP (Bl. XI 1958, Bl. XII 2098).

(4) Hinzu kämen steuerliche Aspekte. Zu bedenken sei dabei, dass bei einem steuerlichen Systemwechsel wie dem Übergang vom Anrechnungs- auf das Halbeinkünfteverfahren eine Marktrisikoprämie eine auf der Grundlage des alten Steuersystems ermittelte Marktrisikoprämie nicht ohne Korrekturen übernommen werden könne.

(4.1) Steuern habe Prof. Stehle indessen in seinen Studien nicht einrechnen können, weil es in der Vergangenheit sehr oft steuerrechtliche Änderungen gegeben habe. Beispielsweise seien Zinsen aus den meisten öffentlichen Anleihen, die bis einschließlich 1954 emittiert wurden, komplett steuerfrei gewesen (Bl. XI 1973). Daneben hätten in den 1950er Jahren weitere steuerliche Vergünstigungen bei Wertpapieren bestanden (Bl. XI 1974). Bis zur Einführung der Abgeltungssteuer hätten zudem steuerliche Belastungen durch Zero-Bond-Anleihen reduziert werden können (Bl. XI 1976). Die gestiegene Zahl steuerlicher Selbstanzeigen belege im Übrigen, dass sich Anleger häufig der Besteuerung ihrer Erträge entzogen (Bl. XI 1975).

(4.2) Vor diesem Hintergrund wurde beantragt, durch Sachverständigengutachten Beweis zu erheben zu der Frage, ob die Untersuchungen Prof. Stehles deshalb zu einer überhöhten Schätzung der Marktrisikoprämie führten, weil die tatsächliche steuerliche Situation des repräsentativen Anlegers in dem herangezogenen Beobachtungszeitraum fehlerhaft spezifiziert werde (Bl. XI 1959, Bl. XII 2098).

(5) Die Untersuchung von Prof. Stehle wende bei der Mittelung falsche Methoden an.

(5.1) Die arithmetische Mittelwertbildung führe zu Verzerrungen, weil die Prozentberechnung bei positiver Wertentwicklung von einer viel niedrigeren Basis aus erfolge als bei negativen Wertentwicklungen (Bl. X 1437, 1440). Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie im Zuge von Unternehmensbewertungen führe deshalb allein eine geometrische Mittelung zu sachgerechten Ergebnissen (Bl. IX 1144, VII 746 S. 12 ff., Bl. XI 1780, Bl. XI 1830). Jedenfalls dürfe kein Mittelwert zwischen geometrischem und arithmetischem Mittel gebildet werden (Bl. XI 1830, Bl. XI 1968).

(5.2) Der Ansatz des arithmetischen Mittels von Ein-Jahres-Intervallen sei bei der Unternehmensbewertung unzulässig (Bl. XI 1968, Bl. X 1625, vgl. auch Bl. XI 1776).

Die Mittelwertbildung müsse das Investitionskalkül des repräsentativen Anlegers berücksichtigen, der nicht nur bei ein oder zwei Jahren, sondern grundsätzlich unendlich lang sei (Bl. XI 1968 f.). Eine einperiodische arithmetische Mittelung sei demnach fehlerhaft, weil sie nicht dem empirisch feststellbaren Verhalten eines typisierten privaten Kapitalanlegers entspreche und mit den steuerrechtlichen Grundannahmen des Tax-CAPM unvereinbar sei (Bl. X 1438, Bl. XI 1830).

Die arithmetische Mittelwertbildung gehe davon aus, dass die gesamte alternative Kapitalanlage jährlich komplett verkauft und sogleich wieder neu gekauft werde; sie unterstelle auf Dauer einen nur einjährigen Anlagehorizont (Bl. X 1438, 1440). Den Aktionär interessierten jedoch Erträge und Risiken nur über längere Zeiträume (Bl. XI 1775).

Die Unterstellung eines einjährigen Anlagehorizonts widerspreche auch der Annahme der Diskontierung für einen unendlichen Zeitraum in der Phase der ewigen Rente (Bl. X 1438, Bl. XI 1773). Nach dem Äquivalenzprinzip sei zu unterstellen, dass der Anleger seine Anteile durchgehend halte (Bl. X 1624).

Ein nur einjähriger Anlagehorizont sei im Übrigen für den privaten Kapitalanleger wegen der Transaktionskosten sowie aus steuerlichen Gründen wirtschaftlich unsinnig (Bl. X 1438 f., Bl. X 1625); jedenfalls seien Aktienanlagen bei einer Haltedauer von weniger als einem Jahr steuerlich nicht privilegiert (Bl. X 1439, 1440, Bl. XI 1830 f.).

Auch das IDW gehe von längeren Anlagehorizonten aus. Dies belege der Umstand, dass die im Zusammenhang mit der Unternehmenssteuerreform 2008 empfohlenen Änderungen für die Bestimmung der effektiven Kursgewinnsteuer eine lange durchschnittliche Haltedauer abgeleitet worden sei (Bl. X 1443).

(5.3) Verwende man anstelle der einperiodigen arithmetischen Mittelung das arithmetische Mittel annualisierter Renditen langfristiger Anlagen, errechne sich eine erheblich geringere Überrendite von Aktien (Bl. XI 1775 ff.). Bei hinreichend langem Anlagehorizont stimmten das Ergebnis der geometrischen Mittelung und einer annualisierten arithmetischen Mittelung über den gesamten Anlagehorizont hinweg

nahezu überein (Bl. XI 1969). Vor diesem Hintergrund wurde beantragt, durch Sachverständigengutachten Beweis zu erheben zu der Frage, ob die Untersuchungen Prof. Stehles deshalb zu einer überhöhten Schätzung der Marktrisikoprämie führten, weil in diesen das arithmetische Mittel einperiodischer Anlagezeiträume in die Bestimmung der Marktrisikoprämie einfließe (Bl. XI 1959), bzw. dass die arithmetische Mittelung fehlerhaft sei (Bl. X 1140, Bl. XII 2098).

(6) Prof. Stehles Studie aus dem Jahr 2004 stelle eine veraltete und interessengebundene Auftragsarbeit dar (Bl. IX 1133 ff.). Dazu wurde auf die Begleitumstände der Auftragserteilung sowie die Auftragsbestimmungen (AV2, Bl. IX 1153 f., Bl. XI 1828) hingewiesen. Schließlich wurde auf neuere Äußerungen Prof. Stehles verwiesen.

(6.1) Neuere Studien Prof. Stehles, die den Zeitraum 1995 bis 2006 untersuchten, gelangten zu einer deutlich niedrigeren Marktrisikoprämie von gut 3% (Bl. IX 1136 i.V.m. Bl. VII 449, 455, BS2). Dazu wurde auf das Gutachten Prof. Stehles vom 20.07.2010 für die Navigator Equity Solutions („Navigatorgutachten“) verwiesen (Bl. X 1621, V6, Bl. X 1629 ff., Bl. XI 1829, Bl. XI 1969).

(6.2) Dass die Studien Prof. Stehles zielorientiert zum Beleg einer möglichst hohen Marktrisikoprämie erstellt worden seien, belege seine Äußerung im Rahmen einer Veranstaltung am 01.06.2011 (Bl. XI 1931, Bl. XI 1978, Bl. XII 2092), er „habe vor, noch im Altersheim Zeitreihen zu errechnen. Jede Zeitreihe, die [er] errechne, wird nachher eine höhere Endrendite haben als andere Studien.“

(6.3) Auch vor diesem Hintergrund wurde beantragt, durch Sachverständigengutachten Beweis zu erheben zu der Frage, ob die Untersuchungen Prof. Stehles auf korrekt erhobenen Rohdaten beruhten, unter welchen Annahmen diese Rohdaten zu den mitgeteilten Untersuchungsergebnissen führten und ob die der Verarbeitung dieser Rohdaten zugrunde liegenden Annahmen und Vorgaben konsistent umgesetzt worden seien (Bl. XI 1959, Bl. XII 2098).

cc) Zudem begegne die Auffassung des Senats zu anderen Studien Bedenken.

(1) Die Auffassung des Senats, der Studie von Dimson/Marsh/Staunton ließen sich keine wesentlichen zusätzlichen Erkenntnissen entnehmen, weil die dort für Deutschland ausgewiesenen Werte jedenfalls für den Zeitraum 1955 bis 1994 den

Untersuchungen Prof. Stehles entsprechen, verkenne, dass Dimson/Marsh/Staunton einen systematisch bedingten Rückgang der Marktrisikoprämie für die Zukunft nahe legten (Bl. IX 1065).

- (2) Jedenfalls seien die übrigen vom Senat angeführten Studien seien wegen ihrer Heterogenität und mangels eines Bezugs zum Unternehmen der K für die Bestimmung der Marktrisikoprämie ungeeignet (Bl. XI 1824 ff.) bzw. „hoffnungslos veraltet“ (Bl. XII 2092).
- (2.1) Der Senat habe die Studien im Übrigen nicht im Einzelnen daraufhin überprüft, ob sie Rechenfehler enthielten oder auf falschen Grundannahmen beruhten (Bl. XII 2100).
- (2.2) Die Bildung eines Mittelwerts sei schon deshalb willkürlich (Bl. XI 1827). Ohnehin sei die Bildung eines Mittelwerts aus Ergebnissen, die auf grundsätzlich unterschiedlichen Berechnungsmethoden beruhten, methodisch kaum vertretbar (Bl. XII 2100 unter Verweis auf Stilz in Festschrift Goette, 2011, 529, 534).
- (3) Wolle der Senat eine taugliche Schätzungsgrundlage herstellen, müsse er die Bewerter der im Rahmen einer mündlichen Verhandlung dazu hören, ob und in welcher Weise sie die verwendeten empirischen Studien auf ihre Richtigkeit hin überprüft hätten; dies sei am 09.12.2009 nicht geschehen (Bl. XII 2101). Gegebenenfalls müsse der Senat der Antragsgegnerin aufgeben, die für eine Überprüfung der Studien, auf die er sich stützen wolle, nötigen Daten in das Verfahren einzuführen und einen Sachverständigen bestellen, um die Studien auf ihre Richtigkeit hin zu überprüfen (Bl. XII 2102). Die zu den Untersuchungen Prof. Stehles beantragten Sachverständigengutachten seien auch zu anderen vom Senat in seinem Beschluss vom 18.12.2009 bzw. vom IDW herangezogenen Kapitalmarktuntersuchungen einzuholen (Bl. XII 2093).
- dd) Wenn eine empirische Festlegung der Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich sei, müssten jedenfalls systematische Schätzfehler zu Lasten der Minderheitsaktionäre verhindert werden (Bl. IX 1065). Mit den im Verfahren vorgelegten Privatgutachten bzw. Stellungnahmen zur Marktrisikoprämie habe sich der Senat nicht hinreichend auseinandergesetzt,

was ein Übergehen von Vortrag und damit eine Gehörsverletzung darstelle (Bl. IX 1125, 1129).

- (1) Die nach der vom Senat angenommenen Marktrisikoprämie bestehenden großen Renditedifferenzen zwischen Aktien und Renten ließen sich mit den vom Senat angesprochenen pauschalen Risikoaspekten nicht begründen. Dies belege eine Untersuchung des schweizerischen Aktienmarkts, der in der Vergangenheit im Gegensatz zum deutschen weder durch Krieg noch durch Hyperinflation beeinträchtigt worden sei; dort liege die annualisierte Renditedifferenz zwischen dem durchschnittlichen und dem niedrigsten erzielten Endvermögen bei rund 3,5% (Bl. IX 1068).
- (2) Ein Performancevergleich von DAX zu REXP von 1967 bis 2009 ergebe eine Überrendite von Aktien von weniger als 0,1% (Bl. XI 1768). Anhand der Stellungnahme des Bankhauses Reuschel & Co. (Bl. VIII 882 ff., 890 ff.) sei dargelegt worden, dass in den letzten 40 Jahren keine Marktrisikoprämie erzielt worden sei (Bl. IX 1129). Der Einwand des Senats, die dort zugrunde gelegte Referenzperiode ende inmitten einer Finanz- und Wirtschaftskrise, gehe fehl (Bl. IX 1130). Selbst wenn man den Referenzzeitraum im Jahr 2007 enden lasse, ergebe sich nur eine Marktrisikoprämie zwischen 0,6% und 1,94%. Dies belege die Stellungnahme der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft GKK Partners, München, vom 09.03.2010 (Bl. IX 1130, AV1, Bl. IX 1148 ff., 1151). Diese Stellungnahme rechnet im Übrigen vor, dass bei einem aus einem Basiszinssatz von 4,0% und einer Vorsteuermarktrisikoprämie von 4,5% errechneten Kapitalisierungszinssatz von 8,5% im Jahr 2040 ein DAX-Stand von über 100.000 Punkten zu erwarten wäre, was nicht plausibel sei (Bl. IX 1131, 1148). Auch ein Performance-Vergleich (REXP gegen DAX) belege für den Zeitraum ab 1967 nur eine geringe Überrendite von Aktien (Bl. X 1391, 1394; Bl. XI 1767). Auf die Studie von Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff. (Bl. XI 1769), den Aufsatz von Knoll/Wenger, BewP 2011, 18 ff. und aktuelle Zeitungsveröffentlichungen (FTD vom 23.09.2011, S. 24, Bl. XII 2112) sowie diesen zugrunde liegende Studien (Bl. XII 2113, MHP15, Bl. XII 2116 ff.) wurde verwiesen.
- (3) In den letzten 50 Jahren habe die realisierte Marktrisikoprämie vor Steuern näher bei 0 als bei 1% gelegen (Bl. XI 1960).

- ee) Da es sich beim Risikozuschlag um einen Aufschlag auf den Basiszinssatz handle, dürfe jedenfalls nicht - wie es das CAPM fälschlich tue - ein Risikozuschlag durch Addition des Risikozuschlags in Prozentpunkten angesetzt werden; stattdessen sei der Risikozuschlag stets relativ zum aktuellen Basiszinssatz zu bestimmen (Bl. X 1441, Bl. XI 1771).
- d) Kritik erfuhren auch die Ausführungen im Beschluss vom 18.12.2009 zum Betafaktor.
- aa) Soweit der Senat die Berechnung des Betafaktors durch den Antragsteller Ziffer 49) wegen Bedenken ob der Eignung der bis zum Bewertungsstichtag reichenden Referenzperiode kritisiere, müsse er statt dessen eine Berechnung mit einem am 15.12.2006 endenden Referenzzeitraum durchführen (Bl. IX 1076, IX 1139). Dabei ergebe sich ein hoch signifikanter Betafaktor von 0,613 (Bl. IX 1077). Die Kritik des Senats an der zweifelhaften statistischen Signifikanz des vom Antragsteller Ziffer 49) zunächst errechneten Betafaktors sei deshalb schon überholt. Sie verkenne zudem, dass bei einer mangelnden statistischen Signifikanz der geringen Abweichung des Betafaktors von null die Verwendung eines höheren Werts ebenso wenig hinzunehmen sei (Bl. IX 1078). Jedenfalls sehe der Senat - entsprechend einer unter Wirtschaftsprüfern weit verbreiteten, aber in fachlich statistischer Hinsicht unzutreffenden These - zu Unrecht in der statistischen Signifikanz oder der Einhaltung kritischer Mindestwerte für das Bestimmtheitsmaß eine Voraussetzung für die Berücksichtigung eines Betafaktors in der Unternehmensbewertung (Bl. XI 1978). Vor diesem Hintergrund wurde beantragt, durch Sachverständigengutachten eines Hochschullehrers der Statistik und/oder Ökonometrie Beweis zu erheben zu der Frage, ob die Erwägungen des Senats, wonach ein Betafaktor wegen eines zu geringen Bestimmtheitsmaßes oder eines zu geringen t-Wertes in der Unternehmensbewertung nicht heranzuziehen seien, auf einem groben Unverständnis elementarer statistischer Zusammenhänge beruhe und zu der Frage, ob dem Senat bei seinen Überlegungen zum Betafaktor grobe methodische Fehler unterlaufen seien (Bl. XI 1959, Bl. XII 2098)
- bb) Der Senat verweise zu Unrecht auf eine geringe Liquidität der Aktie der K (Bl. IX 1079). Selbst wenn eine solche vorläge, sei die hinzunehmen, weil der Mehrheitsaktionär durch seine Beteiligung den Streubesitz reduziert habe und die verbliebenen Minderheitsaktionäre zu den nachgefragten Kursen nicht verkaufen wollten

(Bl. IX 1079). Zudem seien beim Betafaktor an die Liquidität geringere Anforderungen zu stellen als bei der Ermittlung des Anteils- oder Unternehmenswerts unmittelbar anhand von Börsenkursen (Bl. IX 1080). Zu Unrecht kritisiere der Senat die Studie von Brühle, ZfB 2008, 455. Der dortige empirische Befund sei statistisch stabil und derzeit nicht durch vergleichbare andere Arbeiten in Frage gestellt (Bl. IX 1080). Jedenfalls stehe die Argumentation des Senats nicht damit in Einklang, dass jede Aktie einen vom Umfang des Aktienpakets ihres Inhabers unabhängigen einheitlichen „wahren Wert“ habe (Bl. XI 1832).

- cc) Der Rückgriff auf eine Peer Group sei allenfalls bei nicht börsennotierten Unternehmen zulässig; bei börsennotierten Unternehmen widerspreche er der Prämisse einer Bewertung des Unternehmens, wie es stehe und liege (Bl. IX 1078, Bl. IX 1144, VII 746 S. 32 ff., Bl. X 1486, 1488 ff.).
- dd) Wenn weder der „eigene“ Betafaktor der K noch der einer Peer Group geeignet sei, könne das CAPM-Modell hier insgesamt nicht angewandt werden (Bl. XI 1739).
- (1) Selbst habe eingeräumt, dass mangels einer nennenswerten Zahl börsennotierter Pistenraupenhersteller keine vergleichbaren Unternehmen existierten; die Schlussfolgerung, das unternehmensspezifische Risiko der K liege jedenfalls nicht unter dem Risiko der Peer Group, sei daher ohne Substanz (Bl. IX 1083, Bl. IX 1139). Die fehlende Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen folge vor allen Dingen aus deren ausländischem Sitz und Börsennotierung sowie aus deren schlechterer Kapitalstruktur (Bl. IX 1140, Bl. XII 2095).
- (2) Die vom gemeinsamen Vertreter alternativ zusammengestellte Peer Group verschiedener deutscher Unternehmen habe der Senat willkürlich abgelehnt (Bl. IX 1141, Bl. XII 2096). Der Senat habe sich jedenfalls nur auf den Einwand beschränken können, die unverschuldeten Betafaktoren dieser Unternehmen seien nicht dargetan, sondern hätte diese gegebenenfalls durch Beauftragung eines Sachverständigen ermitteln müssen (Bl. IX 1141, Bl. XII 2096).
- ee) Angegriffen wurden schließlich die übrigen Überlegungen zum Betafaktor.
 - (1) Die fundamentalanalytische Betrachtung des Senats zeichne sich dadurch aus, dass nur ein singuläres Risiko und nicht das im CAPM allein maßgebliche

Kovarianzrisiko thematisiert werde (Bl. IX 1081); der Senat verkenne, dass Risiken im Rahmen des CAPM bedeutungslos seien, wenn sie nicht mit dem Marktrisiko korreliert seien (Bl. XI 1979). Zur fundamentalen Schätzung von Betafaktoren fänden sich kaum deutsche Arbeiten; für deutsche Unternehmen existierten keine Schätzungen von fundamentalen Betafaktoren (Bl. XI 1740 f.). Für deutsche Werte sei eine fundamentale Schätzung von Betafaktoren nicht möglich (Bl. XI 1742). Das Wertgutachten der habe den Betafaktor im Ergebnis aus den Schwankungsbreiten der historischen Ergebnisse der K ermittelt; die verwendeten Ergebniszahlen - auf den Jahresüberschuss könne es nicht ankommen - seien aber nicht bekannt (Bl. XI 1743). Nach IDW S1 Stand 18.10.2005 könne allenfalls der Risikozuschlag insgesamt direkt geschätzt werden (Bl. XI 1744).

- (2) Die Analyse des Senats berücksichtige einseitig nur Risiken und keine Chancen (Bl. XI 1739, Bl. XII 2095). Auf die mangelnde Diversifikation der K komme es nicht an, weil selbst ein Ein-Produkt-Unternehmen geringe Betafaktoren aufweisen könne (Bl. IX 1081). Der Umstand, dass die K in den letzten Jahren ihren ohnehin hohen Marktanteil bei Pistenraupen tendenziell weiter erhöht habe, stelle die Annahme, dass ein reifer Markt ein besonderes Risiko darstelle, in Frage (Bl. IX 1082). Schließlich verkenne der Senat, dass keine Studie der empirischen Kapitalmarktforschung eine hohe positive Korrelation zwischen schneereichen Wintern und der Entwicklung großer Börsenindizes ausweise und somit einen hohen Betafaktor rechtfertigen könnte (Bl. IX 1082). Die gute Kapitalstruktur, die kontinuierlich positivere Entwicklung und die Marktführerschaft der K habe der Senat dagegen nicht berücksichtigt (Bl. IX 1140). Die von ihm herausgearbeiteten Risiken seien dagegen schon bei den Ertragsprognosen und damit doppelt berücksichtigt worden (Bl. IX 1140, Bl. 2095 f.). Schließlich sei zu bedenken, dass das Kapitalstrukturrisiko durch die geplante Verwendung von Erträgen zur Reduzierung des Fremdkapitals sinke (Bl. IX 1084).
- e) Beim Wachstumsabschlag habe der Senat im Vorlagebeschluss vom 18.12.2009 zu Unrecht ein durchschnittliches Gewinnwachstum unterhalb der Inflationsrate unterstellt.
- aa) Die einzige Studie, die dies belege, stamme von Widmann (FB 2003, 800). Unklar bleibe demgegenüber, warum der Senat die Studie von Knoll (BewP 2009, 12), die dieses Ergebnis in Frage stelle, für ungeeignet halte (Bl. IX 1085, Bl. XI 1834). Je-

denfalls verkenne der Senat, dass die Frage, ob das Gewinnwachstum deutscher Unternehmen dauerhaft hinter der Inflationsrate zurückbleibe, allein eine Frage der tatsächlichen Entwicklung sei (Bl. XI 1703). Ob andere Auffassungen als die des Senats bislang als die herrschende angesehen werden könnten, sei unerheblich; entscheidend sei, welche These richtig sei (Bl. XI 1834).

- bb) Der Senat habe sich bislang nicht mit dem Hinweis auf die Studie der Europäischen Zentralbank (EZB) „Beziehung zwischen dem Gewinnwachstum der börsennotierten Unternehmen und dem Wachstum der Gesamtwirtschaft“ (Monatsberichte der EZB 09/2007 S. 47 ff.) auseinandergesetzt, wonach die Erträge börsennotierter Unternehmen im Euro-Währungsgebiet und in den USA in seit Jahrzehnten in etwa mit dem Brutto-Sozialprodukt gewachsen seien (Bl. XI 1701, A XLIII (1), Bl. XI 1711 ff., Bl. XI 1747).
- cc) Die Auffassung des Senats sei unplausibel (Bl. XI 1703). Dies gelte nicht zuletzt vor dem Hintergrund, weil die Annahme einer Überrendite von Aktien in Höhe von 5,5% zu einem Wachstumsabschlag unterhalb der allgemeinen Geldentwertungsrates in Widerspruch stehe (Bl. XI 1705). Die Annahme des Senats verstoße zudem gegen das Gebot, für die Phase der ewigen Rente von einem eingeschwungenen Zustand auszugehen (Bl. XI 1748).
- dd) Im Übrigen habe der Senat verkannt, dass die Zuwachsraten des Unternehmens der K in erster Linie durch ihrer Marktstellung und Innovationskraft bestimmt würden (Bl. XI 1702). Jedenfalls habe der Senat zu Unrecht für die Begründung seiner Annahmen beim Wachstumsabschlag zu Unrecht dieselben Risiken erneut verwendet, die er bereits bei der Ermittlung des Risikozuschlags und der Überprüfung der Ertragsprognosen angesetzt habe (Bl. XI 1747).
- ee) Jedenfalls habe der Senat den Wachstumsabschlag zu Unrecht gegenüber den Annahmen des Landgerichts verringert, indem er den Verzinsungssatz für die letzte Periode der Detailplanungsphase in der Phase der ewigen Rente nur um 0,33 Prozentpunkte gekürzt habe (Bl. XI 1700).
- f) Der volle Ansatz fiktiver Steuern bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens verkenne, dass diese Steuern allenfalls in der Zukunft anfielen und die Steuerbelastung deshalb zu diskontieren sei (Bl. IX 1086)

- g) Der im Beschluss vom 18.12.2009 zur Bestimmung des Ausgleichs gewählte Verrentungszinssatz verstoße gegen die Vorgaben der „Ytong-Rechtsprechung“ des Bundesgerichtshofs (Bl. IX 1081). Jedenfalls berücksichtige der vom Senat gewählte Mischzinssatz nicht das Risiko einer Auszehrung der Gesellschaft (Bl. XI 1748).
- h) Auch im Lichte der „Stollwerck-Entscheidung“ des Bundesgerichtshofs dürfe hier der Referenzzeitraum für die Bestimmung des Börsenkurses nicht bereits mit der Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme am 15.12.2006 enden, weil die Aktionäre von zwei wesentlichen positiven Entwicklungen abgeschnitten worden seien. Zum einen sei das Ergebnis des Geschäftsjahres 2005/2006 erst am 15.12.2006 veröffentlicht worden (BGH Sonderband Ablehnungsgesuch Bl. 126; Bl. X 1050, Bl. XI 1708, Bl. XII 2089) und zum anderen seien die Kurse deutscher Aktien zwischen dem 15.02.2006 und dem 16.02.2007 erheblich angestiegen (BGH Sonderband Ablehnungsgesuch Bl. 126, Bl. XI 1708). Der Senat möge im Übrigen einen Sachverständigen damit beauftragen, zu ermitteln, ob die Antragsgegnerin auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe der positiven Unternehmenskennzahlen genommen, daran ihre Bekanntgabe zu der beabsichtigten Strukturmaßnahme ausgerichtet und Einfluss auf die neue Zukunftsplanung genommen habe (Bl. XII 2090).

2.

Die Antragsgegnerin trat den Ausführungen des Senats zur Ermittlung des Ertragswerts im Beschluss vom 18.12.2009 nicht entgegen (Bl. X 1378 ff.).

- a) Soweit einzelne Antragsteller bei der Schätzung der künftigen Unternehmenserträge auf einen Grundsatz bestmöglicher Verwertung abstellen wollten beriefen sie sich auf Vorgaben, die nicht die Ermittlung des Ertrags-, sondern des Liquidationswerts betrafen (Bl. X 1384). Im Rahmen der Ertragswertermittlung sei auf der Planung des Vorstands aufzusetzen, da dieser nach § 76 AktG die Gesellschaft leite (Bl. X 1384). Tatsächliche Geschäftszahlen, die nach dem Bewertungsstichtag lägen, seien wegen des Stichtagprinzips nicht unmittelbar relevant und bestätigten in diesem Fall im Übrigen, dass die Planung nicht zu pessimistisch gewesen sei (Bl. X 1384).

- b) Zu Unrecht rügten einzelne Antragsteller eine Missachtung von § 7 Abs. 7 SpruchG. Der Senat habe nach dieser Bestimmung nur entscheidungserhebliche Unterlagen anzufordern; diese lägen ihm indessen bereits vor (Bl. X 1388).
- c) Zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes werde zwischenzeitlich von fast allen Oberlandesgerichten die Anwendung des CAPM gebilligt; auch das OLG München gelange in neueren Entscheidungen zu Risikozuschlägen, die deutlich über 2% lägen (Bl. X 1385 f.).
- d) Im Beschluss vom 18.12.2009 habe der Senat die Marktrisikoprämie zutreffend auf der Grundlage des Tax-CAPM mit 5,5% angesetzt (Bl. X 1386).
- e) Der Senat habe den von ermittelten Betafaktor schon deshalb zu Recht bestätigt, weil dieser fundamentalanalytisch ermittelt worden sei; die Peer-Group-Betrachtung diene nur zur Absicherung des so ermittelten Ergebnisses (Bl. X 1387).
- f) Der Abzug der persönlichen Steuern bei der Ermittlung des (Liquidations-)Werts des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sei von der Rechtsprechung auch des Bundesgerichtshofs anerkannt (Bl. X 1387).
- g) Bei der Ermittlung des Ausgleichs habe der Senat zu Recht einen Zinssatz gewählt, der nur den hälftigen Risikozuschlag enthielt (Bl. X 1387).

3.

Der gemeinsame Vertreter hat nach dem Beschluss vom 18.12.2009 nicht weiter Stellung genommen.

4.

Durch Verfügung vom 10.08.2011 hat der Senat die Verfahrensbeteiligten darauf hingewiesen, dass er im Hinblick auf die am 09.12.2009 im Beschwerdeverfahren bereits durchgeführte mündliche Verhandlung beabsichtige, in dieser Sache unter Berücksichtigung der seit dem 18.12.2009 beim Bundesgerichtshof und beim Senat eingereichten weiteren Schriftsätze ohne erneute mündliche Verhandlung zu entscheiden.

B.

Die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller sowie des gemeinsamen Vertreters sind zwar zulässig, aber nur insoweit begründet, als sie sich gegen die Zurückweisung ihrer Anträge als unzulässig wegen formaler Mängel richten, die im Beschwerdeverfahren nachgebessert wurden.

Die zulässige sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin ist dagegen begründet, soweit sie sich gegen die Festsetzung des Ausgleichs durch das Landgericht wendet; insoweit sind die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller unbegründet. Entsprechendes gilt für die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller, soweit sich diese gegen eine zu niedrige Festsetzung der angemessenen Abfindung in Bezug auf den BGV bzw. des angemessenen Erwerbspreises in Bezug auf das Delisting durch das Landgericht wenden, bzw. soweit sich die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin gegen die Festsetzung höherer als die von der M angebotenen Beträge durch das Landgericht wendet.

Eine weitere Vorlage des Beschwerdeverfahrens an den Bundesgerichtshof oder gar das Bundesverfassungsgericht ist ebenso wenig geboten wie die Einholung eines Sachverständigengutachtens.

AA.

Die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller und die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin sind zulässig.

I.

Gegen die Zulässigkeit der sofortigen Beschwerde der Antragsgegnerin sowie der sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziffer 3) und 4), 16), 24), 25), 27), 28), 34) und 35), 40), 42), 44), 47), 48), 49), 55), 62), 63), 64), 71) und 74) bestehen keine Bedenken; sie wurden insbesondere form- und fristgerecht eingelegt (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 64 f.]).

II.

Die von den Antragstellern Ziffer 41), 43), 45), 46), 52), 53), 54), 57), 58), 59), 61), 72) und 73) eingelegten Anschlussbeschwerden sind ebenfalls zulässig. Da das Spruchver-

fahren ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit darstellt, ist eine Anschlussbeschwerde entsprechend § 567 Abs. 3 ZPO statthaft (OLG Stuttgart, ZIP 2007, 250 [juris Rn. 4]). Zwar ist auch hier ein Anschlussrechtsmittel nur als Anschließung des Rechtsmittelgegners an ein vom Verfahrensgegner eingelegtes Rechtsmittel möglich, um die Waffengleichheit in Verfahren herzustellen, in denen wegen des Verbots der reformatio in peius sonst keine Korrektur zugunsten des Rechtsmittelgegners möglich wäre (OLG Stuttgart, ZIP 2007, 250 [juris Rn. 5]). Die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin stellt jedenfalls für diejenigen Antragsteller ein anschlussfähiges Rechtsmittel dar, deren Anträge vom Landgericht nicht als unzulässig zurückgewiesen wurden, also für die Antragsteller Ziffer 41), 43), 45), 46), 52), 53), 54), 57), 58), 59), 61), 72) und 73).

III.

Im Ergebnis zulässig sind auch die Rechtsmittel der Antragsteller Ziffer 5), 12) und 13), obwohl das Landgericht ihre Anträge als unzulässig zurückgewiesen hat.

1. Zwar sind die sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziffer 12) vom 19.03.2008 sowie Ziffer 13) vom 26.03.2008 bei isolierter Betrachtung unzulässig; die Antragstellerin Ziffer 5) hat innerhalb der Beschwerdefrist keine sofortige Beschwerde eingelegt (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 69 f.]).
2. Die Antragsteller Ziffer 12) und 13) haben aber - ebenso wie die Antragstellerin Ziffer 5) - dennoch in zulässiger Weise Rechtsmittel eingelegt, weil sie als Gegner der Beschwerde der Antragsgegnerin formelle Beteiligte des Beschwerdeverfahrens sind und als solche Anschlussbeschwerde erheben können (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 72 f.]).
3. Die bei isolierter Betrachtung unzulässigen sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziffer 12) und 13) sind nicht zu verwerfen, da sie gemeinsam mit ihren zulässigen Anschlussbeschwerden als einheitliche Rechtsmittel anzusehen sind. Wenn dies schon für eine verfristete Berufung gilt, die in eine Anschlussberufung umzu-deuten ist (vgl. BGH, FamRZ 1987, 154 [juris Rn. 3]; zustimmend Heßler in Zöller, 28. Aufl., § 522 Rn. 5), muss dies erst recht für eine ausdrücklich eingelegte Abschlussberufung und dementsprechend für eine Anschlussbeschwerde gelten.

IV.

Nicht zu entscheiden ist die zwischen der Antragsgegnerin und dem gemeinsamen Vertreter sowie der Antragstellerin Ziffer 71) umstrittene Frage der Beschwerdebefugnis des gemeinsamen Vertreters. Der Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters vom 05.06.2008 ist schon nicht als eigene Beschwerde des gemeinsamen Vertreters anzusehen. Zwar hat der gemeinsame Vertreter in seinem Schriftsatz nicht nur zu den Beschwerden der Antragsgegnerin und der Antragsteller Stellung genommen, sondern selbst eine Erhöhung der vom Landgericht festgesetzten Kompensation zugunsten der Antragsteller beantragt. Der Schriftsatz ist aber weder als Beschwerde bezeichnet, noch setzt seine Berücksichtigung im Beschwerdeverfahren voraus, dass er als Beschwerde behandelt wird. Der gemeinsame Vertreter ist ohne Einlegung einer eigenen Beschwerde im Beschwerdeverfahren jedenfalls dann formell beteiligt, wenn die Antragsgegnerin eine sofortige Beschwerde eingelegt hat (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2007, 250 [juris Rn. 10]).

V.

Entgegen der Auffassung seines Prozessbevollmächtigten hat der Tod des Antragstellers Ziffer 45) das Beschwerdeverfahren - auch beschränkt auf seine Anschlussbeschwerde - nicht unterbrochen. Die §§ 239 ff. ZPO sind in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit grundsätzlich nicht anzuwenden (vgl. OLG Stuttgart, AG 2011, 560 [juris Rn. 62]; Meyer-Holz in Keidel, FGG, 15. Aufl., Vorb §§ 8-18 Rn. 4). Selbst wenn man die Anwendbarkeit der §§ 239 ff. ZPO unterstellte, träte im Fall des Todes eines anwaltlich vertretenen Beteiligten keine Unterbrechung entsprechend § 239 Abs. 1 ZPO ein; allenfalls wäre das Verfahren auf Antrag des Verfahrensbevollmächtigten entsprechend § 246 Abs. 1 ZPO auszusetzen.

BB.

Die Beschwerden der Antragsteller Ziffer 3) und 4), 5), 12), 13), 44), 55), 63) und 64) sind insoweit begründet, als sie sich gegen die Zurückweisung ihrer Anträge durch das Landgericht als unzulässig richten; die betreffenden Antragsteller haben ihre Anträge jedenfalls im Beschwerdeverfahren in zulässiger Weise nachgebessert.

I.

1. Da der Nachweis nach § 3 Satz 3 SpruchG nicht innerhalb der Antragsfrist geführt werden muss (vgl. BGHZ 177, 131 [juris Rn. 13]; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 1907 [juris Rn. 8]; OLG Düsseldorf, ZIP 2005, 1369 [juris Rn. 13]), ist eine Nachholung im Beschwerdeverfahren nicht von vornherein ausgeschlossen; einer Nachholung steht hier auch § 10 SpruchG nicht entgegen (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 79]).
2. Zwischenzeitlich liegt von allen betroffenen Antragstellern ein ordnungsgemäßer Nachweis vor. Bereits mit ihren Beschwerden haben die Antragsteller Ziffer 3), 4), 5), 12, 13) und 55) ihren Aktienbesitz zum maßgeblichen Datum ordnungsgemäß nachgewiesen. Die Antragsteller Ziffer 44) sowie Ziffer 63) und 64) haben entsprechende Nachweise auf die Hinweise des Senats nachgereicht.

II.

Nicht mehr zu entscheiden ist über die Beschwerde der Antragstellerin Ziffer 71), soweit sie sich gegen die Zurückweisung ihres Antrags betreffend den BGV durch das Landgericht bezog. Diese Beschwerde hat der Senat bereits durch Ziffer 1) des Tenors des Beschlusses vom 18.12.2009 zurückgewiesen (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274).

CC.

Die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller sind jedoch unbegründet, soweit sie im Hinblick auf den BGV (dazu OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 89]) bzw. im Hinblick auf das Delisting (dazu OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 90]) die Festsetzung einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Erwerbspreises (im Folgenden einheitlich als „Abfindung“ bezeichnet) begehren; umgekehrt ist die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin begründet, soweit sie sich gegen die Bestimmung einer 27,77 Euro je Stückaktie übersteigenden Barabfindung sowie eines 27,77 Euro je Stückaktie übersteigenden Erwerbspreises durch das Landgericht wendet (dazu unten I.).

Entsprechendes gilt für den im Hinblick auf den BGV zu gewährenden Ausgleich (dazu OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 88]). Hier sind die sofortigen Beschwerden bzw.

Anschlussbeschwerden der Antragsteller unbegründet, soweit sie die Bestimmung eines angemessenen Ausgleichs begehren; umgekehrt ist die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin begründet, soweit sie sich gegen die Bestimmung eines 2,23 Euro je Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr abzüglich Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz übersteigenden Ausgleichs durch das Landgericht wendet (dazu unten II.).

I.

Das Landgericht hat zu Unrecht eine höhere als die angebotene Abfindung bestimmt. Im Hinblick auf den BGV hat das Gericht nach § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG nur dann eine Abfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung nicht den Anforderungen des § 305 Abs. 1 bis 3 AktG entspricht, insbesondere wenn sie nicht im Sinne von § 305 Abs. 1 AktG angemessen ist. Unangemessen ist die angebotene Abfindung nur, wenn sie den außenstehenden Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet (BVerfGE 14, 263 [juris Rn. 65 und 68] „Feldmühle“). Entsprechendes gilt im Hinblick auf das Delisting; soweit der Bundesgerichtshof gefordert hat, der im Rahmen des zum Schutz der Minderheitsaktionäre erforderlichen Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft oder durch den Mehrheitsaktionär angebotene Erwerbspreis müsse dem vollen Anteilswert entsprechen (BGHZ 153, 47 [juris Rn. 31] „Macrotron“), ist wiederum auf den Verkehrswert abzustellen. Die angebotene Abfindung ist daher angemessen, wenn sie dem Verkehrswert entspricht (BVerfGE 100, 289 [juris Rn. 53] „DAT/Altana“). Dies ist hier - wie der Senat schon in seinem Beschluss vom 18.12.2009 festgestellt hat - der Fall; aus dem weiteren Vortrag seit dem 18.12.2009 ergibt sich nichts Anderes.

1. Entgegen der Auffassung des Antragstellers Ziffer 24) kann über die Beschwerden ohne eine weitere Vorlage an den Bundesgerichtshof oder gar an das Bundesverfassungsgericht entschieden werden.
 - a) Zunächst ist keine Vorlage an das Bundesverfassungsgericht nach Artikel 100 Abs. 1 GG geboten.
 - aa) Dies gilt schon deshalb, weil die Voraussetzungen für eine solche Vorlage nicht erfüllt sind.

- (1) Zum einen ist eine Vorlage nach Artikel 100 Abs. 1 GG nur zulässig, wenn das vorliegende Gericht von der Verfassungswidrigkeit eines formellen Gesetzes überzeugt ist (Müller-Terpitz in Schmidt-Bleibtreu, GG, 11. Aufl., Art. 100 Rn. 16). Der Senat hat indessen keinen Anlass, anzunehmen, dass die „§§ 291 ff. AktG“ verfassungswidrig seien.
 - (2) Zum anderen ist eine Vorlage nach Artikel 100 Abs. 1 GG unzulässig, wenn die angenommene Verfassungswidrigkeit - wie hier vom Antragsteller Ziffer 24) behauptet - im Ergebnis auf einer bestimmten, aus seiner Sicht verfassungswidrigen Rechtsanwendung beruht (Bl. XII 2056), da eine verfassungskonforme Auslegung der Rechtsvorschriften vorrangig ist (Müller-Terpitz in Schmidt-Bleibtreu, GG, 11. Aufl., Art. 100 Rn. 19).
- bb) Unabhängig davon steht die Anwendung der Bestimmungen der §§ 291 ff AktG und des SpruchG durch den Senat mit den verfassungsrechtlichen - aber auch mit den einfachgesetzlichen - Vorgaben in Einklang.
- (1) Zu Unrecht wird dem Senat vorgeworfen, er würde lediglich eine „eingeschränkte Plausibilitäts- bzw. Vertretbarkeitsprüfung“ durchführen anstatt den „wahren Wert“ des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre zu ermitteln (Bl. XI 1802).
- (1.1) Nach der Rechtsprechung des Senats dient das Spruchverfahren nicht lediglich einer Plausibilitätsbetrachtung. Stattdessen ist zu überprüfen, ob die angebotene Abfindung dem Verkehrswert entspricht.
- (1.1.1) Fehl geht allerdings die Auffassung, es existiere ein „wahrer Wert“ des Aktieneigentums, der im Rahmen einer an den Kriterien „richtig“ oder „falsch“ orientierten Prüfung ermittelt werden könnte. Einen „wahren“ Unternehmenswert gibt es nicht (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 20). Jedenfalls erweckt diese auf das Reichsgericht zurückgehende Terminologie zu Unrecht den Eindruck, es gebe einen objektiven, dem Unternehmen oder dem Anteil wie eine Eigenschaft anhaftenden, für jedermann gleichen Wert (Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 362).
 - (1.1.2) Das Gericht hat den Verkehrswert des Aktieneigentums im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108 [juris Rn. 21] „DAT/Altana“; OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn.

118]). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben indessen nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO.

- (1.1.3) Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 118]; OLG Stuttgart, AG 2011, 204 [juris Rn. 256]).

Sind beispielsweise im Rahmen einer fundamentalanalytischen Wertermittlung nach dem Ertragswertverfahren die künftigen Erträge des Unternehmens zu bestimmen, bedarf es einer Prognose über die künftige Entwicklung, die notwendig mit erheblichen Unsicherheiten behaftet und in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen ist. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart, ZIP 2008, 883 [juris Rn. 65]; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 28]). Eine Bewertung der Prognose nach den Kategorien „richtig“ oder „falsch“ ist dagegen nicht möglich. Dies folgt schon aus der fehlenden Gewissheit über die künftige Entwicklung. Zwar könnte man angesichts der regelmäßig langen Dauer von Spruchverfahren auf den Gedanken kommen, die „Richtigkeit“ der Prognose ex post danach zu beurteilen, ob sie tatsächlich eingetreten ist. Damit verstieße man aber angesichts der Vielzahl der denkbaren Ursachen für die später eingetretene Entwicklung gegen das Stichtagprinzip. Danach ist der Unternehmenswert nach den Verhältnissen der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag zu

ermitteln, so dass spätere Entwicklungen grundsätzlich nur berücksichtigt werden können, wenn sie zum Bewertungsstichtag im Kern bereits angelegt waren (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596 [juris Rn. 31] m.w.N.).

Auch methodische Einzelfragen können regelmäßig nicht anhand der Kategorien von „richtig“ oder „falsch“ entschieden werden. Dies belegt beispielsweise die Auseinandersetzung über die Untersuchungszeiträume für die empirische Ermittlung der Überrendite von Aktien gegenüber Renten (Marktrisikoprämie, dazu im Einzelnen unten c) bb) (2) (2.1) (2.1.2) (2.1.2.3)). Der Antragsteller Ziffer 53) rügt hier anschaulich in Auseinandersetzung mit der Argumentation des Senats im Beschluss vom 18.12.2009, dass man durch Herausgreifen eines - wenn auch umfangreichen - Teilzeitraums aus einem größeren Gesamtzeitraum immer mit an Sicherheit grenzender Wahrscheinlichkeit auf eine Vielzahl von Teilzeiträumen stoßen werde, deren annualisierte Marktrisikoprämie deutlich höher liege als die des Gesamtzeitraums (Bl. XI 1964).

(1.2) Diese Auffassung ist mit den Vorgaben des Bundesverfassungsgerichts vereinbar.

(1.2.1) Das Verfassungsrecht gibt für die Ermittlung des Verkehrswerts keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfGE 100, 289 [juris Rn. 61] „DAT/Altana“; OLG Stuttgart, ZIP 2009, 1059 [juris Rn. 215]).

Ist keine bestimmte Wertermittlungsmethode verfassungsrechtlich vorgegeben, können grundsätzlich auch die methodischen Einzelentscheidungen, die innerhalb einer Wertermittlungsmethode wie etwa dem Ertragswertverfahren zu treffen sind, nicht verfassungsrechtlich zwingend bestimmt sein.

Verfassungsrechtlich nicht zu beanstanden ist jedenfalls die Verwendung von Methoden, die im Rahmen der Unternehmensbewertung gebräuchlich und anerkannt sind; dass eine Methode in der Fachwissenschaft diskutiert wird, schließt ihre Anwendbarkeit unter verfassungsrechtlichen Aspekten nicht aus (BVerfG, AG 2007, 697 [juris Rn. 23]).

(1.2.2) Fehl geht demgegenüber der Einwand, aus verfassungsrechtlicher Sicht sei jeweils die Zugrundelegung derjenigen Methode oder Prognose geboten, die den Minderheitsaktionären günstiger ist.

Ein verfassungsrechtliches Gebot der Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre besteht entgegen der Auffassung des Antragstellers (Ziffer 24) schon nicht in Bezug auf das Verhältnis von fundamentalanalytischer Wertmittlung, etwa im Ertragswertverfahren, zu marktorientierter Wertermittlung, etwa anhand von Börsenwerten (ausführlich dazu OLG Stuttgart, ZIP 2009, 1059 [juris Rn. 214 f.]). Erst recht kann kein Meistbegünstigungsgebot für die prognostischen oder methodischen Einzelfragen innerhalb einer Wertermittlungsmethode angenommen werden.

Ein solches Meistbegünstigungsgebot führte im Übrigen zu völlig unangemessenen Ergebnissen. Würde man beispielsweise an jeder Stelle innerhalb einer fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren, an der eine Bandbreite von vertretbaren Entscheidungen in Betracht kommt, die den Minderheitsaktionären jeweils günstigste Variante wählen, käme es angesichts der Vielzahl solcher Bandbreiten zu einer Kumulation von „Günstigkeitsentscheidungen“, an deren Ende Wert stünde, der mit dem zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung gesuchten Verkehrswert nichts mehr gemein hat.

Zu Unrecht wird der Ansatz mittlerer Werte von einigen Beschwerdeführern generell abgelehnt. Nachdem bei der Unternehmensbewertung weder zugunsten der Minderheitsaktionäre das Meistbegünstigungsprinzip noch zu ihren Lasten das bilanzielle Vorsichtsprinzip anzuwenden ist, erscheint es zwar nicht notwendig geboten, aber auch nicht unangemessen, von mittleren Werten auszugehen. Jedenfalls im Rahmen der fundamentalanalytischen Wertermittlung anhand des Ertragswertverfahrens ist es anerkannt, bei der Prognose der künftigen Erträge weder von den bestmöglichen Aussichten noch von den schlimmsten Befürchtungen, sondern von den mittleren Erwartungen auszugehen (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 298 f.). Dementsprechend sind die Ertragsprognosen grundsätzlich nicht auf außerordentliche, sondern auf normale Werte aufzusetzen.

- (1.2.3) Dem können weder das Argument der strukturellen Unterlegenheit der Minderheitsaktionäre noch der Amtsermittlungsgrundsatz entgegen gehalten werden. In verfassungsrechtlich nicht zu beanstandender Weise ist die volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs grundsätzlich bereits dadurch sichergestellt, dass die Angemessenheit der Abfindung vorab durch einen gerichtlich ausgewählten und bestellten Sachverständigen überprüft wird (BVerfG, AG 2007, 544 [juris Rn. 24])

für den gleich zu achtenden Fall des Squeeze-Out). Die im Spruchverfahren nach § 17 Abs. 1 SpruchG, § 12 FGG grundsätzlich gebotene Amtsermittlung gebietet nicht, vertretbare Annahmen der Unternehmensplanung durch eigene Annahmen des Gerichts zu ersetzen.

(1.3) Schließlich begegnet es weder im Allgemeinen noch in diesem konkreten Fall Bedenken, dass die Ermittlung des Unternehmenswerts auf der eigenen Planung des Unternehmens aufsetzt.

(1.3.1) Entscheidende Bedeutung für die fundamentalanalytische Ermittlung des Unternehmenswerts im Ertragswertverfahren kommt der Prognose der künftigen Erträge zu.

Da es sich dabei in erster Linie um ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen handelt, ist die Ertragswertermittlung regelmäßig auf der eigenen Planung des Unternehmens aufzusetzen.

Demgegenüber können die Antragsteller nicht pauschal einwenden, die Unternehmensplanung könne vom Mehrheitsaktionär beeinflusst werden. Abgesehen davon, dass die Einflussmöglichkeiten des Mehrheitsaktionärs zu den Umständen gehören, die ein tatsächlich beherrschtes Unternehmen prägen, sind die Minderheitsaktionäre jedenfalls dadurch hinreichend geschützt, dass die Unternehmensplanung nicht in jedem Fall maßgeblich ist, sondern nur, soweit sie vertretbar ist.

(1.3.2) Dem wurde im Unternehmenswertgutachten der Rechnung getragen.

Die konsolidierten Prognoserechnungen für den Detailplanungszeitraum wurden vom Vorstand der K unter Anwendung der International Financial Reporting Standards (IFRS) im Dezember 2006 aufgestellt. Sie basieren auf einer vom Aufsichtsrat der K am 13.07.2006 genehmigten Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2006/2007, die grundsätzlich in einem bottom-up Planungsprozess erstellt wurde (vgl. GB S. 62).

Zwar war zum Zeitpunkt der Unternehmensbewertung durch - anders als am 13.07.2006 - das Geschäftsjahr 2005/2006 bereits abgeschlossen worden mit der Folge, dass sich aus dem Jahresabschluss neue Erkenntnismöglichkeiten erga-

ben. Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller bedeutet dies aber nicht, dass das positive Ergebnis des Geschäftsjahres 2005/2006 bei der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt worden wäre. Der vom Aufsichtsrat genehmigte Budgetplan wurde nämlich im Dezember 2006 aktualisiert. Auf dieser Grundlage erfolgte die Mittelfristplanung für die weiteren Jahre der Detailplanungsphase (GB S. 62). Da die Planungsanpassungen angesichts der Berücksichtigung des positiven Ergebnisses des Geschäftsjahres 2005/2006 zugunsten der Anteilseigner wirkten, können die Antragsteller hiergegen nicht umgekehrt einwenden, die Planungsrechnung datiere kurz vor Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahmen bzw. sei noch während der Vertragsprüfung geändert worden.

Dahinstehen kann, ob die Antragsgegnerin „auf die neue Zukunftsplanung“ des Unternehmens Einfluss genommen hat. Maßgeblich für die Bewertung ist nicht die fiktive Planung eines unbeherrschten Unternehmens, sondern die tatsächliche Unternehmensplanung (vgl. OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 95 ff.]). Dass diese von der Mehrheitsgesellschafterin beeinflusst wird, liegt in der Natur der Sache.

Ob die Unternehmensplanung der K im Unternehmenswertgutachten zutreffend und vollständig berücksichtigt wurde, hat der Senat auf die pauschale Rüge einzelner Antragsteller hin nicht zu prüfen. Die Feststellungen der gerichtlich bestellten Prüferin (PB S. 18 f.) geben jedenfalls keinen Anlass, hieran zu zweifeln.

(2) Aus § 287 ZPO ergibt sich nichts Anderes.

(2.1) Der für die Angemessenheit der Abfindung maßgebliche Verkehrswert ist im Wege der Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108 [juris Rn. 1]; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 21; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 8).

(2.1.1) Dabei enthält § 287 ZPO eine gewisse Herabsetzung des Beweismaßes (Leipold in Stein/Jonas, ZPO, 22. Aufl., § 287 Rn. 43).

(2.1.2) Zu Unrecht wird demgegenüber eingewandt, im Spruchverfahren würden strengere Anforderungen gelten, weil dort die Möglichkeit der Fehlerhaftigkeit der Schätzung nicht in Kauf genommen werden dürfe. Dieser Einwand verkennt, dass „der richtige“ Unternehmenswert gar nicht existiert (dazu oben (1) (1.1) (1.1.1)).

(2.2) Grundsätzlich zutreffend - wenn auch angesichts der umfassenden Auseinandersetzung des Senats mit den entscheidungserheblichen Bewertungsfragen im konkreten Fall unbegründet - ist dagegen der Hinweis, dass der Unternehmenswert nicht nur durch eine „überschlägige grobe Schätzung ermittelt“ und weder Sachverständigengutachten noch Fachveröffentlichungen ungeprüft als Grundlage der richterlichen Entscheidung übernommen werden dürfen.

(2.2.1) Dabei handelt es sich indessen um keine Besonderheit des Spruchverfahrens. Allgemein ist bei der Anwendung des § 287 ZPO zu beachten, dass für die Schätzung des Gerichts hinreichend Grundlagen vorhanden sein müssen (Leipold in Stein/Jonas, ZPO, 22. Aufl., § 287 Rn. 41). Diese Grundlagen müssen im Spruchverfahren zwar methodisch korrekt, aber mit verfahrensökonomisch vertretbarem Aufwand geschaffen werden (Stilz in Festschrift Goette, 2011, 529, 540).

(2.2.2) Das bedeutet jedoch nicht, dass im Spruchverfahren stets ein gerichtlich bestellter Sachverständiger mit der Ermittlung des Unternehmenswerts zu beauftragen wäre.

Dies gilt hier jedenfalls vor dem Hintergrund, dass in der mündlichen Verhandlung am 12.02.2008 die für die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin tätigen Wirtschaftsprüfer als sachverständige Prüfer angehört wurden. Der Schutz der Minderheitsaktionäre gebietet nicht, stets im Spruchverfahren neben dem sachverständigen Prüfer einen gerichtlichen Sachverständigen hinzuzuziehen (OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 82] m.w.N.).

Ausweislich der Regelungen der §§ 293a ff. AktG, §§ 7 Abs. 3 Satz 2, 8 Abs. 2 SpruchG hat der Gesetzgeber das Spruchverfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung aus Anlass eines Unternehmensvertrages in verfassungsrechtlich nicht zu beanstandender Weise (dazu oben (1) (1.2) (1.2.3)) dahin konzipiert, dass die volle Entschädigung der Minderheitsaktionäre zunächst dadurch sichergestellt wird, dass der Unternehmensvertrag von einem vom Gericht ausgewählten und bestellten Vertragsprüfer geprüft wird, der sich insbesondere dazu zu erklären hat, ob die vorgeschlagene Kompensation angemessen ist. Die Vertragsprüfung soll ein nachfolgendes Spruchverfahren entlasten (Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 293c Rn. 2 und § 8 SpruchG Rn. 1 je m.w.N.).

Soweit die Antragsteller das Unternehmenswertgutachten als „Parteigutachten“ bezeichnen (Bl. XI 1803), verkennen sie, dass die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin die aufgrund des Unternehmenswertgutachtens angebotenen Kompensationsleistungen ausdrücklich als angemessen bezeichnet hat (PB S. 36).

(2.3) Zu beachten ist im Übrigen, dass sich im Fall der Hinzuziehung eines Sachverständigen an der Reduzierung der gerichtlichen Prüfungsdichte (dazu oben (1)) nichts ändern würde.

(2.3.1) Soweit die Planungen und Prognosen des Unternehmens vertretbar sind, muss der Sachverständige sie seinem Gutachten zugrunde legen und darf sie nicht durch eigene, ebenfalls nur vertretbare Annahmen ersetzen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 171]).

(2.3.2) Dementsprechend kann der Sachverständige nicht eine im Unternehmenswertgutachten zulässigerweise angewandte anerkannte Methode durch eine andere ersetzen. Existieren für die Ermittlung eines Parameters der fundamentalanalytischen Bewertung eines Unternehmens mehrere anerkannte Methoden, bedarf es daher nicht der Bestellung eines Sachverständigen, um unter mehreren „richtigen“ Methoden die „richtigere“ zu ermitteln.

(3) Zu Unrecht rügen einzelne Antragsteller schließlich, dass Ihnen Unterlagen nicht zugänglich gemacht worden seien.

(3.1) Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller, die Vorlage der Unternehmensplanung sowie der Arbeitspapiere von und anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen für die Anwendung dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die für die als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfer und haben das Ergebnis ihrer Prüfungen im Prüfungsbericht nachvollziehbar dargestellt und bei ihrer Vernehmung durch das Landgericht im Termin am 12.02.2008 als sachverständige Prüfer ergänzend erläutert. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im gemeinsamen Bericht wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere der oder der weitere, für die Entscheidung des

Senats erhebliche Informationen enthalten sollen, ist - wie der Senat bereits in seinem Beschluss vom 18.12.2009 festgestellt hat (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 141]) - nicht ersichtlich und wurde von den Antragstellern auch in ihrem weiteren Vortrag nach dem 18.12.2009 nicht erläutert.

- (3.2) Anlass, die Antragsgegnerin zur Vorlage der „tatsächlichen Geschäftszahlen“ aufzufordern, besteht ebenfalls nicht. Die tatsächliche Entwicklung der K nach dem Bewertungsstichtag ist angesichts des Stichtagprinzips für die fundamentalanalytische Ermittlung des Unternehmenswerts grundsätzlich nicht relevant (OLG Stuttgart, AG 2007, 596 [juris Rn. 31] m.w.N.). Im Übrigen können die wesentlichen Ist-Kennzahlen der K vor und nach dem Bewertungsstichtag den veröffentlichten Geschäftsberichten entnommen werden.
- b) Der Senat ist auch nicht gehalten, die Beschwerden erneut gemäß § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG in der bis zum 31.08.2009 geltenden Fassung dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorzulegen. Eine solche Vorlage wäre allenfalls dann in Betracht zu ziehen, wenn die Auffassung des Senats in einer für dieses Verfahren entscheidungserheblichen Frage von der Auffassung des Bundesgerichtshofs oder eines anderen Oberlandesgerichts abweichen würde, die auf das Ergebnis der Entscheidung des anderen Gerichts von Einfluss war (vgl. Briesemeister in Jansen, FGG, § 28 Rn. 32). Dies ist entgegen der Auffassung des Antragstellers Ziffer 24) nicht der Fall.
- aa) Die Auffassung des Senats weicht zunächst nicht in entscheidungserheblicher Weise von den Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Sachen „DAT/Altana“ (BGHZ 147, 108 ff.) und „Macrotron“ (BGHZ 153, 47 ff.) ab.
- (1) Soweit der Bundesgerichtshof in der erstgenannten Entscheidung eine andere Auffassung zu Bestimmung des Börsenkurses vertreten hatte, hat er diese ausdrücklich aufgegeben (BGH, GWR 2011, 332 [Rn. 8]; BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 20 ff.] „Stollwerck“).
- (2) Im Übrigen ist eine die Vorlagepflicht begründende Abweichung von den vorgeannten Entscheidungen des Bundesgerichtshofs nicht festzustellen. Die Auffassung des Senats zur Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung anhand fundamentalanalytischer Methoden wie dem Ertragswertverfahren

(dazu oben a) bb) (1)) kann eine solche Abweichung schon deshalb nicht begründen, weil sich der Bundesgerichtshof in den fraglichen Entscheidungen damit nicht befasst hat. Der Bundesgerichtshof hat zwar in seiner „Macrotron“-Entscheidung vorausgesetzt, dass im Spruchverfahren die Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung gewährleistet ist (BGHZ 153, 47 [juris Rn. 34 f.]); dies wird durch die Auffassung des Senats aber nicht in Frage gestellt. In seiner „DAT/Altana“-Entscheidung hat der Bundesgerichtshof zwar angenommen, dass der Minderheitsaktionär bei einer Abweichung des Börsenwerts vom fundamentalanalytisch ermittelten Wert den höheren der beiden Werte beanspruchen kann (BGHZ 146, 108 [juris Rn. 21]). Darauf kommt es hier aber nicht an, weil sich die angebotene Abfindung am höheren der beiden Werte orientiert. Ein Meistbegünstigungsgrundsatz in Bezug auf einzelne Parameter der fundamentalanalytischen Wertermittlung lässt sich der „DAT/Altana“-Entscheidung des Bundesgerichtshofs indessen nicht entnehmen.

- bb) Von der vom Antragsteller Ziffer 24) angeführten Entscheidung des Bayerischen Obersten Landesgerichts (BB 1996, 687 ff.) weicht der Senat nicht ab. Der Antragsteller verkennt, dass der Senat das Unternehmenswertgutachten nicht wie ein Schiedsgutachten behandelt oder nur grob auf seine Plausibilität hin untersucht, sondern einer umfassenden Prüfung unterzieht. Im Übrigen ist zu beachten, dass die angeführte Entscheidung vor dem Inkrafttreten des SpruchG erging und ihr ein Sachverhalt aus dem Jahr 1982 zugrunde liegt, also vor der Einführung der Vorschriften über die Vertragsprüfung nach §§ 293a ff. AktG.
- cc) Schließlich ist auch keine Abweichung von den Entscheidungen anderer Oberlandesgerichte ersichtlich, die eine Vorlagepflicht begründen könnte.
- (1) Soweit das Oberlandesgericht München wegen der „Richtigkeit“ der Unternehmensbewertung auf die Durchführung eines Spruchverfahrens verwiesen hat, hat es damit nicht zu der unter a) bb) (1) dargestellten Auffassung des Senats in Widerspruch gesetzt, weil es durch den Begriff der „Richtigkeit“ ersichtlich nicht die Möglichkeit einer Reduzierung der gerichtlichen Prüfungsdichte in bestimmten Bereichen ausschließen wollte.
- (2) Auch eine Abweichung von der angeführten Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt (AG 2007, 449 ff.) ist nicht festzustellen. Die dortige Auffassung, der von

einem Sachverständigen errechnete Unternehmenswert dürfe nicht nach bloßer Plausibilitätsprüfung übernommen werden und die Rechte der Anteilseigner auf eine volle Entschädigung müssten angemessen berücksichtigt werden, steht mit der oben dargestellten Auffassung des Senats im Einklang. Im Übrigen wird die Auffassung des Senats zur Beschränkung der gerichtlichen Prüfungsdichte bei Planungen und Prognosen vom Oberlandesgericht Frankfurt (ZIP 2010, 729 [juris Rn. 29]) ebenso wie vom Oberlandesgericht Düsseldorf (AG 2008, 498 [juris Rn. 26]) ausdrücklich geteilt.

- (3) Eine etwaige Abweichung der Auffassung des Senats von landgerichtlichen Entscheidungen - wie von Antragstellerseite aufgezeigt - vermag eine Vorlagepflicht nicht zu begründen.
2. Der im Ertragswertverfahren ermittelte anteilige Unternehmenswert der K je Aktie beträgt entsprechend dem Unternehmenswertgutachten und entgegen der Auffassung des Landgerichts nur 26,61 Euro.
 - a) Die hier von der zur Ermittlung des Unternehmenswerts der K durchgeführte, von der gerichtlich bestellten Vertragsprüferin nicht beanstandete, fundamentalanalytische Bewertung nach dem Ertragswertverfahren begegnet keinen methodischen Bedenken; eine Neubegutachtung ist nicht erforderlich.
 - aa) Die Ertragswertmethode ist als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (BGH, NJW 2003, 3272, 3273; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 30]; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126; BayObLG, NZG 2006, 156; Hüffer, AktG, 8. Aufl., § 305 Rn. 19), verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG, NJW 1999, 3769, 3771) und wurde von den Antragstellern als geeignete Methode auch nicht in Frage gestellt.
 - (1) Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären zukünftig zufließenden Erträge der K zu schätzen (dazu im Einzelnen unten b)) und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz (dazu im Einzelnen unten c)) abzuzinsen; der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist hinzuzurechnen (vgl. dazu unten d)).
 - (2) Dabei ist zur Wertermittlung nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft am Tag der Hauptversammlung am 16.02.2007 abzustellen (Bewertungsstichtag). Der Bewertungsstichtag für die Überprüfung der Angemessen-

heit des Pflichtangebots beim Delisting ist zwar gesetzlich nicht geregelt. Vor dem Hintergrund, dass der Widerruf der Börsenzulassung hier bereits kurze Zeit nach dem Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung am 05.04.2007 veröffentlicht und mit Ablauf des 05.07.2007 wirksam wurde, hat das Landgericht aber zu Recht angenommen, dass auch im Zusammenhang mit dem Delisting auf den Tag der Hauptversammlung abzustellen ist. Hierfür spricht einerseits, dass das Abfindungsangebot bereits mit dem Beschlussantrag im Vorfeld der Hauptversammlung vorzulegen ist (vgl. BGHZ 153, 47 [juris Rn. 31] „Macrotron“), und andererseits, dass auch bei anderen Maßnahmen, die Abfindungsansprüche der Minderheitsaktionäre auslösen, auf die Beschlussfassung durch die Hauptversammlung abgestellt wird (vgl. §§ 327b Abs. 1 Satz 1, 320b Abs. 1 Satz 5, 305 Abs. 3 Satz 2 AktG).

bb) Die von durchgeführte Prüfung ist nicht zu beanstanden.

(1) Die Unternehmenswertermittlung der wurde von der gemäß § 293c Abs. 1 Satz 1 AktG durch das Landgericht zum Vertragsprüfer bestellten ordnungsgemäß geprüft. Dabei bezog sich der Prüfungsauftrag ausdrücklich nicht nur auf die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensationsleistungen nach §§ 304, 305 AktG, sondern auch auf die gesetzlich nicht geregelte Überprüfung der Angemessenheit des Erwerbsangebots im Zuge des Delisting. Die Unabhängigkeit der wurde durch den Umstand, dass sie - neben anderen - vom Vorstand der K vorgeschlagen wurde, nicht beeinträchtigt. Zwar bestimmt § 293c Abs. 1 Satz 1 AktG, dass der Prüfer vom Gericht nicht nur zu bestellen, sondern auch auszuwählen ist. Auch soll die gerichtliche Prüfung dem Eindruck der Nähe von Prüfer und Geprüftem entgegen wirken (so die Begründung zu des § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG, BT-Drs. 15/371, S. 18). Durch Vorschläge der Vorstände der am BGV beteiligten Gesellschaften wird die Unabhängigkeit der allein dem Gericht obliegenden Auswahl- bzw. Bestellungsentscheidung aber nicht tangiert (BGH, ZIP 2006, 2080 [juris Rn. 13]).

(2) Der Umstand, dass der Prüfungsbericht der und das Unternehmenswertgutachten der zeitlich teilweise parallel erstellt wurden, schadet nicht (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 [juris Rn. 21 ff.]; OLG Stuttgart, NZG 2007, 114 [juris Rn. 26]; BGH ZIP 2006, 2080 [juris Rn. 14]). Auch inhaltlich lässt der Prüfungsbericht der keine Mängel erkennen. Zwar hat der

Vertragsprüfer auch die Angemessenheit der vorgeschlagenen Kompensation zu prüfen (vgl. § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG). Das bedeutet aber nicht, dass er das Unternehmen nochmals vollständig neu zu bewerten hätte. Vielmehr hat er zu beurteilen, ob die angewendeten Methoden der Unternehmensbewertung sowie die getroffenen Prognose- und Wertungsentscheidungen vertretbar waren und den Regeln einer ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung entsprachen (vgl. zum parallel zu behandelnden Fall des Verschmelzungsprüfungsberichts Lutter/Drygala in Lutter, UmwG, 4. Aufl., § 9 Rn. 11; Müller in Kallmeyer, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rn. 19; Mayer in Widmann/Mayer, UmwG, § 9 Rn. 33).

- b) Bei der Prognose der den Aktionären der K zukünftig zufließenden Beträge ist das Landgericht im Ergebnis zu Recht dem von der Vertragsprüferin nicht beanstandeten Unternehmenswertgutachten gefolgt.
- aa) Die für die Detailplanungsphase von 2006/2007 bis 2009/2010 und für die Phase der ewigen Rente geplanten Erträge der K sind danach nicht zu beanstanden.
- (1) Dies gilt zunächst für die prognostizierten Umsatzerlöse.

Die Unternehmensplanung geht davon aus, dass sich die im Wesentlichen durch die Umsatzerlöse gebildete Gesamtleistung der K vom Jahr 2005/2006 von 196.320.000 Euro zum ersten Jahr der Detailplanungsphase 2006/2007 auf 189.116.000 Euro reduziert und nach einer weiteren leichten Reduzierung im Jahr 2007/2008 auf 187.519.000 Euro sowie im Jahr 2009/2010 auf 184.934.000 Euro im letzten Jahr der Detailplanungsphase 2009/2010 auf 192.040.000 Euro bzw. anschließend in der Phase der ewigen Rente auf 193.961.000 Euro ansteigt (GB S. 66).

In Relation zur jeweiligen Vorperiode bedeutet dies zwar eine Reduzierung der Gesamtleistung im ersten Jahr der Detailplanungsphase um 3,7% und eine Stagnation in den beiden Folgejahren (-0,8% bzw. -1,4%), aber einen erneuten Anstieg im letzten Jahr der Detailplanungsphase um 3,8%, der sich mit einem weiteren Anstieg um 1,0% in der Phase der ewigen Rente fortsetzt. Die für die Phase der ewigen Rente prognostizierte Gesamtleistung liegt mit 193.961.000 Euro nur knapp unter derjenigen des Jahres 2005/2006 (196.320.000 Euro). Betrachtet man innerhalb der Gesamtleistung als deren wesentlichen Bestandteil die Umsatzerlöse, so

liegen diese in der Phase der ewigen Rente mit 192.951.000 Euro sogar über denen des Jahres 2005/2006 mit 190.627.000 Euro. Auf der Ebene der Umsatzerlöse fällt die Reduzierung im ersten Jahr der Detailplanungsphase mit nur 1,3% zudem deutlich geringer aus als auf der Ebene der Gesamtleistung (GB S. 66). Hintergrund dieses Unterschieds ist, dass sich die Gesamtleistung im Jahr 2005/2006 durch Bestandsveränderungen um knapp 5 Mio. Euro erhöhte.

Entgegen der Darstellung einiger Antragsteller ist demnach kein Umsatzrückgang oder gar Umsatzeinbruch geplant, sondern allenfalls eine Stagnation. Die Umsatzerlöse stagnieren allerdings auf dem hohen Niveau des bislang erfolgreichsten Geschäftsjahres der K. Unter Berücksichtigung der Besonderheiten des Marktes, in dem die K tätig ist, ist diese Planung der Umsatzerlöse vertretbar und damit nicht zu korrigieren.

- (1.1) Der Verzicht auf die Fortschreibung des Anstiegs der Umsatzerlöse im Jahr 2005/2006 im Vergleich zum Vorjahr ist vertretbar, weil entsprechende Steigerungsraten in der Zukunft nicht zu erwarten sind. Stattdessen erscheint jedenfalls in der Detailplanungsphase sogar die Annahme eines leichten Rückgangs der Umsatzerlöse vertretbar.
- (1.1.1) Dabei ist zunächst zu bedenken, dass im Jahr 2005/2006 die bislang höchsten Umsatzerlöse und das bislang höchste Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) erzielt wurde. Zwar war in der Vergangenheit in einzelnen Jahren ein zweistelliger Anstieg der Gesamtleistung gegenüber dem Vorjahr festzustellen (z.B. 1996/1997, 2000/2001, 2003/2004, vgl. GB Anhang 1), in anderen Jahren war aber eine Stagnation oder sogar ein leichter Rückgang zu verzeichnen (z.B. 2001/2002, 2002/2003, vgl. GB Anhang 1). Deutlicher fielen die Veränderungen im EBIT aus. Zweistelligen Steigerungsraten (z.B. 2000/2001, 2003/2004, 2005/2006, vgl. GB Anhang 1) standen hier Jahre der Stagnation oder mit Einbrüchen um die 20% gegenüber (z.B. 2001/2002, 2002/2003, vgl. GB Anhang 1).
- (1.1.2) Zwar ist die Gesamtleistung in den letzten fünf Jahren durchschnittlich um etwa 9% jährlich gestiegen; die letzten drei Jahre waren aber von einer im Vergleich zur Vergangenheit besonders lang anhaltenden und auf einen besonders starken Einbruch folgenden Hochphase geprägt. Der besonders starke Anstieg der Umsatzerlöse im Jahr 2003/2004 nach zwei Jahren der Stagnation und die Fortsetzung der

hohen Umsatzerlöse bis zum Jahr 2005/2006 sprechen für die Annahme des Vorstands, der Umsatzanstieg beruhe auf Sondereffekten, die durch den Abbau eines zuvor eingetretenen Investitionsstaus auf Abnehmerseite verursacht wurden. Dass sich diese Sondereffekte nicht unendlich fortsetzen werden, liegt in der Natur der Sache. Vor dem Hintergrund des vom Vorstand der K zusätzlich angenommenen Auslaufens von in den Vorjahren geflossenen Subventionseinnahmen der Kunden ist es vertretbar, dass bereits im Jahr 2006/2007 ein leichter Rückgang der Umsatzerlöse unterstellt wird. Dabei wurde auch berücksichtigt, dass das Jahr 2005/2006 durch einen besonders schneereichen Winter in den Hauptabsatzgebieten der K geprägt war, wovon zunächst das Ersatzteilgeschäft und - wegen der erhöhten Einnahmen der Betreiber der Schneegebiete - im Folgejahr auch der Absatz von Neufahrzeugen der K profitierte. Zwar ist davon auszugehen, dass sich damit verbundene Umsätze erst im Geschäftsjahr 2006/2007 niederschlagen. Nach den Angaben des für die gerichtlich bestellte Prüferin tätigen Wirtschaftsprüfers bei seiner Anhörung als sachverständiger Prüfer im Termin zur mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht (Bl. VI 313) wurde dieser Effekt aber bei der Planung der Umsatzerlöse für das erste Jahr der Detailplanungsphase berücksichtigt; ohne ihn wäre aufgrund der auslaufenden Subventionen und des Abbaus des Investitionsstaus ein stärkerer Umsatzrückgang zu prognostizieren gewesen.

- (1.1.3) Auf die zwischenzeitliche Entwicklung des Konzernumsatzes bzw. des EBIT kommt es hier nicht an. Der Unternehmenswert ist nach den Verhältnissen der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag 16.02.2007 zu ermitteln, so dass spätere Entwicklungen grundsätzlich nur berücksichtigt werden können, wenn sie zum Bewertungsstichtag im Kern bereits angelegt waren (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596 [juris Rn. 31] m.w.N.). Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (OLG Stuttgart, AG 2007, 596 [juris Rn. 31]; ähnlich Bilda in Münchener Kommentar, AktG, 3. Aufl., § 305 Rn. 69; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung im, 5. Aufl., Rn. 247). Liegen die tatsächlichen Umsätze und Ergebnisse aber - wie hier in den Jahren 2006/2007 und 2007/2008 (Bl. VII 693) - nicht über, sondern unter den geplanten, vermögen sie jedenfalls die Unvertretbarkeit der Prognosen zu Lasten der Antragsteller nicht zu belegen. Selbst wenn sich Umsätze und Ergebnisse demgegenüber im dritten Jahr plötzlich dergestalt verbessert hätten, dass die

ursprüngliche Planung nunmehr übertroffen würde, stellte dies die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen nicht in Frage. Ob etwas anderes gelten könnte, wenn die ursprüngliche Planung alsbald kontinuierlich und in erheblichem Umfang übertroffen würde, kann hier offen bleiben.

(1.2) Vertretbar erscheint auch, dass die Unternehmensplanung von keinem nachhaltigen Wachstum der K ausgeht, sondern annimmt, dass die Umsatzerlöse in der Phase der ewigen Rente nur leicht über denen des Jahres 2005/2006 liegen. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass die K als „hidden champion“ zwar auf einem kleinen Markt tätig ist, dort aber die Marktführerschaft innehat.

(1.2.1) Entgegen der Auffassung des Landgerichts sind in diesem Zusammenhang die Auswirkungen des Klimawandels bzw. der globalen Erwärmung nicht von entscheidender Bedeutung.

Zwar ist die Gefahr eines Klimawandels inzwischen allgemein anerkannt. Ihre möglichen Auswirkungen auf den Wintertourismus in den europäischen Alpen wurden bereits vor dem Bewertungsstichtag in einer Anfang 2007 auf der Grundlage eines Workshops im Oktober 2006 von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) veröffentlichten Studie (Agrawala, Klimawandel in den Alpen) beschrieben. Danach war aufgrund der in den Jahren 1994, 2000, 2002 und 2003 beobachteten Erwärmung in der Zukunft mit einer Abnahme der Schneedecke in niedrigeren Lagen, einem Abschmelzen der Gletscher und Permafrostgebiete in höheren Lagen sowie Veränderungen der Temperatur- und Niederschlagsextremwerte zu rechnen (zu weiteren Details Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 19 ff.). Weder die vorgenannte OECD Studie noch andere Untersuchungen vermögen aber genau vorherzusagen, bis zu welchem Zeitpunkt mit welcher Erwärmung zu rechnen ist. Die Studie der OECD geht sogar ausdrücklich davon aus, dass der Wintertourismus keinen plötzlichen radikalen Umbruch erfahren wird (Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 60).

Dies bedeutet allerdings nicht, dass der Klimawandel bei der Prognose der künftigen Umsatzerlöse der K - zumal in der die langfristige Entwicklung abbildenden Phase der ewigen Rente - keine Rolle spielen würde. Dies gilt jedenfalls insoweit, als die Betreiber von Wintersportgebieten und damit die Kunden in dem mit Abstand wichtigsten Geschäftssegment der K ihr Nachfrageverhalten bereits jetzt in

Erwartung der Auswirkungen des Klimawandels verändern. Dass sich die Skigebietsbetreiber durch individuelle Anpassungsstrategien auf die künftige Entwicklung einstellen, liegt angesichts des hohen Investitionsaufwands sowie des durch mittel- bis langfristige Auswirkungen des Klimawandels erhöhten Amortisationsrisikos nahe und wird durch die OECD Studie belegt (vgl. Agrawala, Klimawandel in den Alpen, Übersicht Anhang 4). Zu diesen Anpassungsstrategien zählen schon jetzt in gewissem Umfang die Aufgabe von Skigebieten (Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 59), aber auch der Zusammenschluss benachbarter Skigebiete, nicht zuletzt zur Reduzierung der Kosten durch die Erzielung günstigerer Einkaufsbedingungen bei Pistenraupen oder deren gemeinsame Nutzung mit der Folge einer Reduzierung des Neuanschaffungsbedarfs (Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 54).

- (1.2.2) Entscheidend für die Vertretbarkeit der Verneinung eines nachhaltigen Wachstums ist indessen entsprechend den des vom Landgericht im Termin zur mündlichen Verhandlung am 12.02.2008 als sachverständigen Prüfer gehörten, für die Vertragsprüferin tätigen Wirtschaftsprüfers der Umstand, dass die K in einem reifen Markt mit aggressiven Wettbewerbern tätig ist (Bl. VI 313).

In den bisherigen Hauptabsatzgebieten der K ist nach dem Abbau des nach der Jahrtausendwende entstandenen Investitionsstaus von einer Marktsättigung auszugehen. Dies bedeutet zwar nicht, dass der vorhandene Bestand an Pistenfahrzeugen nicht unter Einsatz von Ersatzteilen der K gewartet oder nach Ende der Produktlebensdauer durch Neufahrzeuge ersetzt werden müsste. Die Marktsättigung spricht aber gegen einen weiteren Ausbau des Marktvolumens. Berücksichtigt man darüber hinaus die bereits eingetretenen Änderungen des Nachfrageverhaltens im Vorgriff auf etwaige Auswirkungen des Klimawandels, erscheint sogar eher ein Rückgang des Marktvolumens in den bisherigen Hauptabsatzgebieten wahrscheinlich. Dass die Unternehmensplanung dennoch von einem langfristig in etwa auf Höhe des Niveaus des Spitzenjahres 2005/2006 stabilen Marktvolumen ausgeht, zeigt, dass Kompensationseffekte durch absatzfördernde Entwicklungen wie den weiteren Ausbau von Märkten in Osteuropa und Asien, alternative Verwendungen des Pistenbully oder Zuwächse im Segment Beach Tech berücksichtigt wurden. Dabei ist zu bedenken, dass sich alternative Verwendungen des Pistenbully bislang auf kleine Stückzahlen und Gebrauchtfahrzeuge beschränken

und das Segment Beach Tech selbst bei außerordentlichen Wachstumsraten angesichts seiner geringen Ausgangsgröße (Umsatzanteil 2005/2006 1,6%, vgl. GB S. 44) nennenswerte Umsatzrückgänge im Geschäftsfeld Pistenbully nicht in ein Umsatzwachstum umkehren kann. Bei den Wachstumsraten in Osteuropa und Asien ist zudem zu berücksichtigen, dass die dortigen Wintersportgebiete für die westeuropäischen und nordamerikanischen Wintersporttouristen nur schwer zu erreichen und damit wesentlich auf lokale Touristen angewiesen sind, deren Zahl aber von der nicht gesicherten künftigen Entwicklung der Kaufkraft in diesen Ländern abhängen dürfte.

Die Annahme, dass innerhalb eines stagnierenden Gesamtmarktes langfristig nicht mit einem Ausbau der Marktanteile der K zu rechnen ist, ist ebenfalls vertretbar. In ihrem Hauptsegment Pistenfahrzeuge ist die K schon jetzt Marktführer. Ein weiterer Ausbau ihres Marktanteils ist wenig wahrscheinlich. Aus der geringen Zahl der Anbieter von Pistenfahrzeugen lassen sich keine besonderen Chancen auf einen Ausbau der Marktstellung ableiten. Im Gegenteil spricht die Stärkung des durch eine Fusion unter Wettbewerbern der K entstandenen Hauptwettbewerbers Prinoth/Leitner durch eine Zusammenarbeit mit dem weiteren Wettbewerber Camoplast (GB S. 51) eher für eine Gefährdung der Marktstellung der K. Ein Wettbewerbsvorsprung der K durch eine überlegene Technologie kann nicht festgestellt werden, zumal der Markt angesichts der Preisgestaltung des Hauptwettbewerbers der K nicht von einem Qualitäts-, sondern von einem Preiswettbewerb bestimmt zu werden scheint. Dem lässt sich nicht entgegen halten, dass der Vorstand der K in seinem im Geschäftsbericht 2004/2005 auf S. 23 abgedruckten Konzernlagebericht (vgl. Anlagenordner) ausdrücklich trotz eines sich verändernden Marktumfeldes das Ziel des Ausbaus der Marktstellung formulierte. Im weiteren Text betonte der Vorstand, dass wegen der erheblichen Schwankungen des weltweiten Marktvolumens und des bereits hohen Marktanteils zuverlässige Umsatz- und Ergebnisprognosen allenfalls für das Folgejahr möglich seien; der Ausbau der Marktstellung war daher erkennbar nicht als Ziel der Jahre ab 2006/2007 geplant.

(2) Nicht zu beanstanden sind auch die prognostizierten Ergebnisse.

(2.1) Das EBIT wurde bei einem Ausgangswert von 23.612.000 Euro im Jahr 2005/2006 auf in etwa gleiche Höhe im ersten Jahr der Detailplanungsphase 2006/2007 (23.045.000 Euro), jedoch anschließend fallend auf 17.720.000 im Jahr 2007/2008

bzw. 16.128.000 Euro im Jahr 2008/2009 geplant. Auch hier ist zwar im letzten Jahr der Detailplanungsphase 2009/2010 ein Wiederanstieg auf 19.029.000 Euro vorgesehen. Anders als bei den Umsatzerlösen werden die Werte des Jahres 2005/2006 in der Phase der ewigen Rente aber nicht erreicht; das nachhaltige EBIT ist nur auf 20.626.000 Euro geplant (vgl. GB S. 66). Die Reduzierung des EBIT in der Phase der ewigen Rente gegenüber dem Jahr 2005/2006 trotz in etwa gleicher Umsatzerlöse zeugt von einer Reduzierung der Margen der K. Die geplante Margenreduzierung ist indessen angesichts der oben beschriebenen Marktverhältnisse, insbesondere angesichts des vom Hauptwettbewerber betriebenen Preiswettbewerbs, nicht zu beanstanden.

(2.2) Demgegenüber vermögen die Antragsteller mit ihren Einwendungen zur Planung des Aufwands nicht durchzudringen.

(2.2.1) Der für die als Vertragsprüfer tätige Wirtschaftsprüfer hat als sachverständiger Prüfer im Termin zur mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht am 12.02.2008 die Nachvollziehbarkeit der Planung des Aufwands für Material und Personal bestätigt (Bl. VI 315).

(2.2.2) Die Planung erscheint entgegen der Auffassung einiger Antragsteller auch im Bereich des Abschreibungsaufwands und der Investitionen nicht widersprüchlich.

Zwar trifft es zu, dass die für die Phase der ewigen Rente geplanten Abschreibungen mit 3,752 Mio. Euro über dem Abschreibungsaufwand im Jahr 2005/2006 in Höhe von 2,396 Mio. Euro liegen; der Anteil des Abschreibungsaufwands an der Gesamtleistung steigt von 1,2% auf 1,9% (vgl. GB S. 66). Der dem zugrunde liegende Anstieg von Investitionen erscheint aber nicht per se ausgeschlossen, zumal seit der Bilanzierung nach IFRS auch Entwicklungsaufwendungen zu aktivieren und abzuschreiben sind. Dies gilt auch dann, wenn man berücksichtigt, dass zugleich kein nennenswerter Anstieg der Umsatzerlöse geplant ist.

Ausweislich der Geschäftsberichte 2005/2006 (S. 19, vgl. Anlagenordner) wurden im Geschäftsjahr 2005/2006 6,7 Mio. Euro für Forschung und Entwicklung aufgewandt, was die Antragsgegnerin durch die Überschneidung mehrerer Entwicklungsprojekte erklärte; nach dem Geschäftsbericht 2004/2005 (S. 22, vgl. Anlagenordner) betragen die Aufwendungen in den Vorjahren nur 5,7 bzw. 5,0 Mio. Eu-

ro. Nach den Angaben der Antragsgegnerin beträgt ihr durchschnittlicher jährlicher Aufwand für Forschung und Entwicklung etwa 5,0 Mio. Euro.

Selbst wenn man annähme, dass die Ausgaben für Forschung und Entwicklung seit dem Jahr 2003/2004 steigen würden und weitere Steigerungen geplant sind, folgte daraus kein Widerspruch zu den geplanten Umsatzerlösen. Aufwendungen für Forschung und Entwicklung haben nicht notwendig eine Ausweitung der Umsatzerlöse zur Folge. Abgesehen davon, dass Forschungs- und Entwicklungsaufwand nicht zwingend zur Entstehung marktgängiger und erfolgreicher neuer Produkte führen muss, bedarf es angesichts des durch zwei Hauptwettbewerber geprägten Marktumfeldes nennenswerter Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen schon, um die Marktstellung der K zu halten.

- (3) Die von den Antragstellern eingewandten Kontrollüberlegungen stellen die Vertretbarkeit der Umsatz- und Ergebnisprognosen nicht in Frage.
 - (3.1) Dies gilt zunächst für den Hinweis einiger Antragsteller, dass das Ergebnis nach Zinsen und Steuern 2006/2007 durch die Reduzierung in den ersten drei Jahren der Detailplanungsphase trotz des Wiederanstiegs ab 2009/2010 erst im Jahr 2022/2023 wieder eingestellt werde (Bl. IV Nr. 49-54 S. 5). Angesichts der oben festgestellten Plausibilität der Margenreduzierung bei langfristig stagnierenden Umsatzerlösen erscheint dieses Ergebnis folgerichtig.
 - (3.2) Fehlt auch der Einwand eines Antragstellers, die Ertragsprognosen müssten allein wegen der Inflation über den Ist-Werten des Jahres 2005/2006 liegen. Zwar liegt dem Unternehmenswertgutachten der entsprechend IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rn. 103) eine Nominalrechnung zugrunde, bei der zu erwartende Preissteigerungen grundsätzlich berücksichtigt werden (vgl. zum Unterschied zwischen Nominal- und Realrechnung Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 331). Für die Schätzung des künftigen nominellen Wachstums kann die erwartete Inflationsrate aber nur ein erster Anhaltspunkt sein. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf der Beschaffungsseite gegenüber sieht, können mehr oder weniger stark von der Inflationsrate abweichen; zudem kann nicht ohne weiteres unterstellt werden, dass alle Preissteigerungen vollständig durch Preiserhöhungen an die Kunden weitergereicht werden können (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 105). Jedenfalls kann angesichts des Marktumfeldes der K

gerade nicht unterstellt werden, dass sie nachhaltig in der Lage sein wird, nicht nur Kostensteigerungen auf Beschaffungsseite durch Preiserhöhungen gegenüber ihren Kunden oder Effizienzsteigerungen zu kompensieren, sondern darüber hinaus ein nachhaltiges Gewinnwachstum zu erzielen, das die allgemeine Geldentwertung ausgleicht.

- (3.3) Schließlich wird die Vertretbarkeit der Unternehmensplanung auch nicht durch die Überlegung des gemeinsamen Vertreters in Frage gestellt, die Antragsgegnerin handle wirtschaftlich unvernünftig, wenn sie trotz schlechter Ertragsprognosen die außenstehenden Aktionäre abfinde. Der Abfindungsanspruch der außenstehenden Aktionäre ist lediglich die Folge der von der Antragsgegnerin aufgrund ihres Mehrheitsbesitzes eingeleiteten Maßnahmen, nämlich des Abschlusses des BGV bzw. des regulären Delisting. Diese Maßnahmen lassen sich allerdings auch bei verhaltenen oder schlechten Ertragsaussichten rechtfertigen, da sie dazu dienen, den Aufwand der Gesellschaft zu reduzieren. Durch das Delisting entfällt der kosten- und verwaltungstechnische Aufwand zur Aufrechterhaltung der Börsennotierung (z.B. Berichtsaufwand, Rechtsberatungskosten, vgl. dazu im Einzelnen Schanz / Richard / Schalast, Unternehmen im Prime Standard „Staying Public“ oder „Going Private“?, HfB Business School of Finance & Management, S. 7 f.). Durch den Abschluss des BGV werden die Voraussetzungen der steuerrechtlichen Organschaft erfüllt, die eine den Steueraufwand des Gesamtkonzerns der Antragsgegnerin tendenziell reduzierende Verrechnung von Gewinnen und Verlusten der Konzerngesellschaften ermöglicht (vgl. GB S. 19).
- bb) Bei der Planung der Unternehmenssteuern wurde entgegen der Auffassung einiger Antragsteller die Unternehmensteuerreform zu Recht nicht berücksichtigt.
- (1) Wie dargestellt, ist bei der Ermittlung des Unternehmenswerts auf die Verhältnisse der Gesellschaft am Tag der Hauptversammlung am 16.02.2007 abzustellen (Bewertungsstichtag). Entwicklungen, die erst später eintreten, dürfen nur berücksichtigt werden, soweit sie zum Bewertungsstichtag im Kern bereits angelegt waren. Dies trifft auf die Unternehmensteuerreform 2008 nicht zu.
- (2) Zwar hatten sich die Koalitionsparteien auf Bundesebene bereits in ihrem Koalitionsvertrag 2005 auf eine Reform der Unternehmensbesteuerung und deren Eckpunkte verständigt (vgl. AG21, S. 18 f.). Diese Eckpunkte waren aber nicht derart

konkret, dass sich die später beschlossenen Regelungen schon im Einzelnen abzeichneten; weder war der künftige Körperschaftsteuersatz genannt noch waren die Änderungen bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage näher dargelegt.

- (3) Der Gesetzentwurf der Bundesregierung (BR-Drs. 220/07) wurde dem Bundesrat erst nach dem Bewertungsstichtag am 30.03.2007 zur Stellungnahme gemäß Artikel 76 Abs. 1 Grundgesetz zugeleitet. Selbst zu diesem Zeitpunkt waren für die Bemessung der Steuerlast der Unternehmen grundlegende Fragen innerhalb der Koalitionsparteien noch umstritten, wie der Plenarantrag des Landes Baden-Württemberg beim ersten Durchgang im Bundesrat am 10.05.2007 belegt (BR-Drs. 220/2/07). Die Einzelheiten der Gegenfinanzierung der Absenkung des Körperschaftsteuersatzes, namentlich die Zinsschranke und die Beschränkung der Verlustverrechnungsmöglichkeiten, wurden während der Behandlung des Gesetzentwurfs im Finanzausschuss des Bundestages noch in erheblichem Umfang geändert (vgl. BT-Drs. 16/5491; vgl. bereits OLG Stuttgart, AG 2011, 560 [juris Rn. 148]). Zum Bewertungsstichtag war daher nicht absehbar, ob und in welcher Form eine Reduzierung der Steuersätze durch Änderungen bei der Bemessungsgrundlage kompensiert würden.
- cc) Wie das Landgericht im Ergebnis zu Recht festgestellt hat, sind auch die in der Detailplanungsphase und in der Phase der ewigen Rente geplanten Thesaurierungen nicht zu beanstanden.
- (1) Dies gilt zunächst für die geplanten Ausschüttungsquoten.
- (1.1) Zutreffend hat das Landgericht festgestellt, dass die Beschränkung der Ausschüttungsquote in der Detailplanungsphase auf das Niveau der vergangenen Ausschüttungen den Unternehmenswert entgegen den Befürchtungen einzelner Antragsteller nicht senkt, sondern erhöht. Da die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner im Unternehmenswertgutachten in Übereinstimmung mit IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rn. 54) nur in Bezug auf die geplanten Ausschüttungen, nicht aber auf die geplanten Thesaurierungen berücksichtigt wurden, erhöhen sich die zu diskontierenden Nettoeinnahmen der Anteilseigner in der Detailplanungsphase.
- (1.2) Zu Unrecht fordern allerdings andere Antragsteller, diesen Effekt zu ihren Gunsten auch in die Phase der ewigen Rente zu übertragen.

(1.2.1) In der Phase der ewigen Rente ist ein schrittweiser Anstieg der Ausschüttungsquote während der Grobplanungsphase von 2010/2011 bis 2016/2017 geplant. Anstelle der bislang unter 20% liegenden Ausschüttungsquote ist ab 2016/2017 eine Ausschüttungsquote von 40% vorgesehen. Zwar würde eine Beibehaltung der bisherigen Ausschüttungsquote die Nettoeinnahmen der Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente, die für den Ertragswert eine wesentliche Rolle spielt, erhöhen, weil die Abzüge für die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner sinken würden. Eine Änderung der Ausschüttungsplanung in diesem Sinne mag indessen für die Antragsteller wünschenswert sein, ist aber aus rechtlicher Sicht nicht geboten, weil die dem Unternehmenswertgutachten zugrunde gelegten Ausschüttungsannahmen jedenfalls vertretbar sind.

(1.2.2) Nach IDW S1 sind die Ausschüttungen in der Detailplanungsphase nach dem individuellen Unternehmenskonzept unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik zu bestimmen (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 46), in diesem Fall also an der bisherigen Ausschüttungsquote von unter 20% zu orientieren. In der Phase der ewigen Rente ist dagegen grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens demjenigen einer Alternativanlage entspricht, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 47). Auf diese Weise wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Unternehmensplanung regelmäßig nur die Detailplanungsphase abdeckt und nicht mehrere Jahrzehnte in die Zukunft reicht, so dass eine bisherige Ausschüttungspolitik grundsätzlich nicht auf Dauer perpetuiert werden kann.

Dem wurde hier durch die Annahme einer nachhaltigen Ausschüttungsquote von 40% entsprochen. Da am Kapitalmarkt Ausschüttungsquoten von 40 bis 70% beobachtet werden (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2004, 889, 894), liegt die getroffene Annahme am unteren Rand der Ausschüttungsquote, die sich bei einer Alternativanlage in Aktien eines anderen Unternehmens ergeben würde. Angesichts der guten Eigenkapitalausstattung der K sind Besonderheiten, die eine nachhaltig geringere Ausschüttung gebieten würden, nicht ersichtlich.

Dabei wird nicht verkannt, dass die Vorgaben des IDW S1 keinen Rechtsnormcharakter haben, da es sich beim IDW um eine private Institution ohne Rechtsset-

zungsbefugnisse handelt. Es kommt indessen nicht darauf an, ob die Empfehlungen des IDW für das Gericht verbindlich sind. Vielmehr ist umgekehrt zu fragen, ob eine Planung unvertretbar ist, die sich an diesen Empfehlungen orientiert. Diese Frage ist zu verneinen, da es sich bei den Empfehlungen des IDW - trotz aller dagegen im Allgemeinen oder in Einzelfragen vorgebrachten Kritik - um Standards handelt, die vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt sind und bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet werden (vgl. Stilz in Festschrift Mailänder, 2006, 423, 436). Im Übrigen erscheint die Orientierung der Ausschüttungsquote in der Phase der ewigen Rente an derjenigen einer Alternativanlage folgerichtig, da die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren insgesamt auf einem Vergleich des für den Anteilseigner aus dem Unternehmen zu erwartenden Nutzens mit dem Nutzen einer Alternativanlage beruht (vgl. Mandl/Rabel in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 54).

(1.2.3) Unabhängig davon wäre die Unterstellung einer ohne unternehmensspezifische Notwendigkeiten dauerhaft wesentlich vom Durchschnitt anderer Unternehmen abweichenden Ausschüttungsquote fragwürdig. Wollte man zugunsten der Anteilseigner einen möglichst hohen Unternehmenswert erzielen, müsste man unterstellen, dass die Gewinne dauerhaft vollständig thesauriert werden. Eine solche Annahme wäre jedoch nicht nur realitätsfern, sondern könnte wegen des durch § 254 Abs. 1 AktG geschützten Dividendenanspruchs der Aktionäre auch rechtlich unzulässig sein. Im Übrigen würde sich regelmäßig die Frage stellen, was mit den thesaurierten Gewinnen geschehen sollte. Bestehen für das Unternehmen - wie hier - keine wesentlichen Wachstumschancen und kein damit verbundener Investitionsbedarf, müsste zur Planung der künftigen Ergebnisse eine Investition der thesaurierten Gewinne in Beteiligungen oder Finanzanlagen unterstellt werden, was neue Bewertungsunsicherheiten mit sich brächte. Eine den Aktionären grundsätzlich günstige Nutzung thesaurierter Gewinne zum Erwerb eigener Aktien kann angesichts der Erwerbsbeschränkungen des § 71 Abs. 1 AktG nur in eng beschränktem Umfang unterstellt werden, zumal der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft eine entsprechende Veräußerungsbereitschaft der außenstehenden Aktionäre voraussetzt.

(2) Auch die Verwendung der thesaurierten Beträge ist nicht zu beanstanden.

(2.1) Entgegen den Befürchtungen einzelner Antragsteller wurden die thesaurierten Gewinne der Jahre 2006/2007 bis 2008/2009 bei der Unternehmensbewertung durch nicht „unterschlagen“. Zwar ist bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen der Anteilseigner in diesen Jahren kein Wertbeitrag aus Thesaurierung angesetzt (vgl. GB S. 79). Dies beruht aber auf dem Umstand, dass die thesaurierten Gewinne dieser Jahre zunächst zur Tilgung der Verbindlichkeiten benötigt werden, wie sich an der Reduzierung des Verschuldungsgrads der K von 22% im Jahr 2006/2007 auf 2% im Jahr 2007/2008 und 0% im Jahr 2008/2009 zeigt (vgl. GB S. 78). Anschließend werden sie zur Ansparung der Eigenmittel für den im Jahr 2011 geplanten Erwerb des Betriebsgrundstücks verwendet, wie der Umstand belegt, dass trotz dieser Anschaffung die Verschuldungsquote in der Phase der ewigen Rente nur mit 3% angesetzt ist (vgl. GB S. 78).

(2.2) Die Planung der Verwendung thesaurierter Gewinne zur Reduzierung des Fremdkapitals und zum Erwerb des Betriebsgrundstücks ist rechtlich nicht zu beanstanden.

(2.2.1) Die Verwendung der thesaurierten Gewinne ist Bestandteil der Unternehmensplanung, die der Unternehmensbewertung durch zugrunde gelegt wurde. Dabei handelt es sich um unternehmerische Entscheidungen, die vom Vorstand der K bereits am 12.12.2006 getroffen wurden (vgl. AG28), also noch vor der Verabschiedung der aktualisierten Unternehmensplanung am 15.12.2006, auf der die Unternehmensbewertung beruht. Bei der Ermittlung des Ertragswerts sind die am Stichtag vorgefundenen Verhältnisse grundsätzlich zu beachten (vgl. BGHZ 140, 35 [juris Rn. 12]); dazu gehören auch die bis dahin bereits getroffenen unternehmerischen Entscheidungen des Vorstand der K. Diese dürfen, wenn sie auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufbauen und nicht widersprüchlich sind, ohnehin nicht durch andere Annahmen des Gerichts ersetzt werden (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2008, 883 [juris Rn. 65]; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 28]).

(2.2.2) Die unternehmerischen Entscheidungen zur Reduzierung des Fremdkapitals und zum Erwerb des Betriebsgrundstücks führen die bisherige, auf eine hohe Eigenkapitalausstattung ausgelegte Unternehmenspolitik konsequent fort. Sie führen zudem nicht zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts zu Lasten der Antragsteller.

(2.2.3) Hinsichtlich des Erwerbs des Betriebsgrundstücks sind nicht nur die Notwendigkeit von Aus- und Umbauten der Betriebsstätte, sondern auch die damit verbundene Reduzierung des Aufwands durch den Wegfall der bisherigen Leasingaufwendungen bzw. der Mehraufwand im Fall eines Erwerbs mit Fremdmitteln zu bedenken. Schließlich kann der Unternehmensplanung nicht entgegen gehalten werden, dass stets eine Wiederanlage thesaurierter Beträge zum Kapitalisierungszinssatz zu unterstellen sei. IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rn. 46) enthält zwar eine entsprechende Vorgabe, dies gilt aber nur, soweit keine konkreten Planungen zur Verwendung der thesaurierten Beträge existieren; im Übrigen kann anstelle der Wiederanlageannahme - wie hier ab dem Jahr 2009/2010 geschehen - eine unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner unterstellt werden.

c) Die Kapitalisierungszinssätze für die einzelnen Perioden sind entsprechend dem von der gerichtlich bestellten Vertragsprüferin gebilligten Unternehmenswertgutachten der festzusetzen; das Landgericht ist hiervon zwar nur geringfügig, aber zu Unrecht abgewichen.

Die den Anteilseignern zukünftig zufließenden Erträge sind mit dem Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich dabei aus einem risikolosen Basiszinssatz (dazu unten aa)) sowie einem Risikozuschlag zusammen (dazu unten bb)); da der Unternehmensbewertung eine Nominalrechnung zugrunde liegt, ist in der Phase der ewigen Rente ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen (dazu unten cc)).

aa) Der Basiszinssatz ist entsprechend der Unternehmensbewertung durch mit 4,0% vor Steuern bzw. 2,6% nach Steuern anzusetzen (zur Nachsteuerbetrachtung vgl. unten bb) (2) (2.1)).

(1) Der Basiszinssatz entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine quasi risikofreie Anlage (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 565). Er wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 38]).

(2) Der von der angesetzte Basiszinssatz wurde nur von wenigen Antragstellern in Frage gestellt, die pauschal auf die aktuellen Zinssätze zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags verwiesen. Dabei verkennen sie, dass für den Basiszinssatz nicht

die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Zinssätze entscheidend sind, sondern die aus Sicht des Bewertungsstichtags auf Dauer zu erzielende Verzinsung (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 574). Die hier getroffene Zinsprognose ist nicht zu beanstanden. Der angesetzte Basiszinssatz wurde entsprechend den Vorgaben von IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rn. 127) aus den von der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum vom 01.10.2006 bis zum 31.10.2006 veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt (vgl. GB S. 72).

- bb) Bei der Bemessung des Risikozuschlags hat das Landgericht die im Unternehmenswertgutachten im Rahmen der Anwendung des Capital Asset Pricing Model (CAPM) getroffenen Annahmen - wie der Senat bereits in seinem Beschluss vom 18.12.2009 (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 201 ff.]) ausführlich dargelegt hat - zwar nur geringfügig, aber zu Unrecht nach unten korrigiert; umgekehrt ist entgegen der Auffassung der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters der Risikozuschlag gegenüber den Annahmen des Landgerichts nicht noch weiter zu reduzieren. Der weitere Vortrag seit dem Vorlagebeschluss vom 18.12.2009 gibt keinen Anlass, die Auffassung des Senats zu ändern.
- (1) 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 (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 47]; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 123).
- (1.1) Entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller ist der Ansatz eines Risikozuschlags nicht nur bei dem Kapitalisierungszinssatz für die Phase der ewigen Rente, sondern bei den Kapitalisierungszinssätzen aller Perioden einschließlich derjenigen der Detailplanungsphase geboten.
- (1.1.1) Zwar beruhen die Ertragsprognosen der Detailplanungsphase aus der Sicht des Bewertungsstichtags auf einem kürzeren Planungshorizont. Dies bedeutet aber nicht, man könne aus Sicht des Bewertungsstichtags sicher annehmen, dass das Unternehmen in den Geschäftsjahren 2006/2007 bis 2009/2010 jeweils das geplante Ergebnis erzielen würde. Die Unternehmensplanung geht nicht vom bilan-

ziellen Vorsichtsprinzip, sondern von mittleren Erwartungen aus (vgl. dazu oben 1. a) bb) (1) (1.2) (1.2.2)). Damit besteht auch für die Detailplanungsphase ein Risiko, dass geplante Werte tatsächlich nicht erreicht werden, welches über den Risikozuschlag in den Kapitalisierungszinssatz Eingang finden kann.

- (1.1.2) Dahinstehen kann demgegenüber, ob eine den angenommenen Kapitalisierungszinssätzen entsprechende Verzinsung bei einer konkreten Aktienanlage im vergleichsweise kurzen Zeitraum von 2006/2007 bis 2009/2010 tatsächlich zu erzielen war. Zum einen wäre bei einer solchen Betrachtung nicht auf das Marktportfolio, sondern auf die Aktien eines Unternehmens mit vergleichbaren unternehmensspezifischen Risiken abzustellen. Zum anderen belegt die spätere tatsächliche Entwicklung - die hier zudem wesentlich durch die Auswirkungen der Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/2009 gekennzeichnet sein dürfte - nicht die Fehlerhaftigkeit des angesetzten Risikozuschlags.
- (1.2) Fehl gehen auch die grundlegenden Einwendungen gegen das Vorgehen des Senats bei der Überprüfung des im Unternehmenswertgutachten angesetzten Risikozuschlags.
- (1.2.1) Zwar kann der Risikozuschlag auf verschiedene Weise ermittelt werden. Beispielsweise kann dem erhöhten Risiko der Investition in ein Unternehmen durch einen Risikoabschlag auf die geplanten künftigen Zuflüsse an die Anteilseigner Rechnung getragen werden. Der Ansatz eines Risikozuschlags im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes ist aber angesichts der Planung anhand mittlerer Erwartungen in diesem Fall folgerichtig.
- (1.2.2) Entscheidet man sich - wie hier - für einen Risikozuschlag im Rahmen der Kapitalisierungszinssätze, stehen zwar wiederum mehrere anerkannte Methoden zu dessen Bemessung zur Verfügung, die im Unternehmensgutachten gewählte Methode des CAPM ist aber nicht zu beanstanden.

Nach dem CAPM wird der Risikozuschlag kapitalmarktorientiert ermittelt. Dabei wird die allgemeine Überrendite von Aktien gegenüber Renten (Marktrisikoprämie, dazu unten (2)) mit einem die unternehmensspezifischen Risiken repräsentierenden Faktor (Betafaktor, dazu unten (3)) multipliziert. Zwar wird das CAPM in der Fachwissenschaft immer noch diskutiert, insbesondere im Lichte der Schwierigkei-

ten bei der Bestimmung von Marktrisikoprämie und Betafaktor. Dies schließt seine Anwendung im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung aber nicht aus (vgl. BVerfG, AG 2007, 697 [juris Rn. 23]). Spätestens seit der Empfehlung des IDW aus dem Jahr 2000 (IDW S1 Stand 28.06.2000, Rn. 98 und 135) ist die Anwendung des CAPM in Deutschland grundsätzlich anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, ZIP 2009, 2003 [juris Rn. 122]; OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 [juris Rn. 36]; KG, AG 2009, 199 [juris Rn. 46]; zustimmend Paulsen, Wpg 2008 Sonderheft, 109, 113; Reuter, AG 2007, 1, 5).

Zwar hat die Finanzwissenschaft Alternativmodelle zum CAPM entwickelt, etwa die Arbitrage Pricing Theory (APT, vgl. dazu Peemöller, BB 2005, 90, 92). Dieses Modell reduziert die Unsicherheiten bei der Bestimmung der erforderlichen Parameter aber nicht, sondern erhöht sie noch, da das unternehmensspezifische Risiko dort nicht nur anhand eines die Volatilität der Aktie im Verhältnis zum Marktportfolio abbildenden Betafaktors, sondern anhand einer Vielzahl von Einzelfaktoren berücksichtigt wird, deren Bemessung jeweils besondere Spezialkenntnisse erfordert (vgl. Peemöller, BB 2005, 90, 92) und die jeweils im Einzelfall zu modellieren sind (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten, S. 37).

Zwar kann der Risikozuschlag auch pauschal ermittelt werden (dazu Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 125; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 633 ff.). Gegenüber einer pauschalen Risikobetrachtung verdient das CAPM aber schon deshalb den Vorzug, weil es durch die Aufgliederung der Risikobetrachtung in das allgemeine Risiko von Anlagen in Aktien einerseits und das spezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens andererseits methodisch transparenter ist (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 48]; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 127; Paulsen in Münchener Kommentar, AktG, 3. Aufl., § 305 Rn. 117).

(1.3) Schließlich ist nicht zu beanstanden, dass im Unternehmenswertgutachten nicht die Grundform des CAPM, sondern die modifizierte Form des Tax-CAPM angewandt wurde.

(1.3.1) Das Tax-CAPM unterscheidet sich von der Grundform des CAPM im Wesentlichen durch die Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 126; Kruschwitz/Löffler, Unter-

nehmensbewertung für die Praxis S. 41 f.; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 1).

Dabei ist zu beachten, dass die Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner im Rahmen einer so genannten Nachsteuerbetrachtung bereits seit der Empfehlung IDW S1 Stand 28.06.2000 anerkannt ist. Dahinstehen kann, ob es sich dabei um einen deutschen Sonderweg handelt und ob Nachsteuerwerte am Kapitalmarkt beobachtet werden können. Die Nachsteuerbetrachtung ist jedenfalls methodisch überzeugender, weil sich der Unternehmenswert als Barwert der künftigen Überschüsse darstellt, die dem Unternehmenseigner in der Zukunft netto - also nach Abzug seiner persönlichen Ertragsteuern - aus der Beteiligung zufließen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 258]).

Gegenüber der reinen Vorsteuerbetrachtung führte die Nachsteuerbetrachtung anhand der Grundform des CAPM zunächst zu einer wesentlichen Erhöhung des Unternehmenswerts zugunsten der Minderheitsaktionäre (vgl. dazu die anschaulichen Rechenbeispiele von Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 151 [hier Spalte 2 im Vergleich zu Spalte 1]). In diesem Zusammenhang ist zu bedenken, dass die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner einerseits auf der Ebene der künftigen Zuflüsse und andererseits beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Wird der Besteuerung der Anteilseigner - wie bei Bewertungsstichtagen nach dem 01.01.2001 und vor dem Inkrafttreten der Abgeltungssteuer zum 01.01.2009 geboten - auf Seiten der Ausschüttungen nur der halbe typisierte Steuersatz von 35%, also 17,5% zugrunde gelegt, auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes dagegen entsprechend den Empfehlungen des IDW S1 Stand 28.06.2000 der volle Steuersatz angewendet, wirkt sich die Nachsteuerbetrachtung tendenziell erheblich zugunsten der Minderheitsaktionäre aus. Die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes anhand des Tax-CAPM mindert diesen Vorteil zulasten der Minderheitsaktionäre. Während die typisierte persönliche Ertragsteuer nach IDW S1 Stand 28.06.2000 von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag abzuziehen ist, empfiehlt IDW S1 Stand 18.10.2005 den Steuerabzug nur vom Basiszinssatz, dem ein - den Vorsteuerwert übersteigender - Nachsteuerrisikozuschlag hinzuaddiert wird.

Dieser Effekt wird nicht entscheidend von der Höhe des bei der Nachsteuerrechnung verwendeten typisierten Steuersatzes beeinflusst. Die Einwendungen der An-

tragsteller gegen dessen Höhe können schon deshalb dahinstehen. Sie dringen aber auch in der Sache nicht durch. Zwar dürfte der typisierte volle Steuersatz von 35% vom persönlichen Grenzsteuersatz vieler Anteilseigner abweichen, zumal dann, wenn es sich dabei um Kapitalgesellschaften oder um Ausländer handelt. Die Verwendung eines typisierten Steuersatzes ist aber die notwendige Folge einer objektiven Bewertung des Unternehmens, die sich nicht auf die Betrachtung der subjektiven Verhältnisse eines Anteilseigners beschränken darf (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 141). Im Übrigen dürfte die Unterstellung eines Steuersatzes von Null noch mehr von der Realität abweichen.

- (1.3.2) Jedenfalls für Bewertungen, zu deren Stichtag - wie hier - das steuerrechtliche Halbeinkünfteverfahren galt, ist die Anwendung des Tax-CAPM im Rahmen einer Gesamtanwendung der Empfehlungen von IDW S1 Stand 18.10.2005 nicht zu beanstanden (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 213 ff.]; OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 260 ff.]; OLG Stuttgart, AG 2011, 205 [juris Rn. 197 ff.]; OLG Stuttgart, BB 2011, 2011, 1522 [juris Rn. 186 ff.]).

Fehl geht der Einwand, das Tax-CAPM führe zu keinem Erkenntnisgewinn. Für die Anwendung des Tax-CAPM lässt sich anführen, dass die Grundform des CAPM die steuerliche Realität ausblendet, wohingegen das Tax-CAPM der unterschiedlichen Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen Rechnung zu tragen versucht (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 129; zustimmend Riegger in Kölner Kommentar, SpruchG, Anh § 11 Rn. 31; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1014; ausführlich Hower, Unternehmensbewertung mit dem Tax-CAPM: Fortschritt oder nicht pragmatische Komplexitätssteigerung?, S. 102 ff., 129; Kruschwitz/Löffler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 41). Bei der nach (1.3.1) gebotenen Nachsteuerbetrachtung ist - jedenfalls für das in Deutschland zum Bewertungsstichtag geltende Halbeinkünfteverfahren - zu bedenken, dass Zinsen grundsätzlich voll steuerbar sind, Dividenden zwar steuerbar sind, aber im Halbeinkünfteverfahren auf der Ebene des Anteilseigners nur dem halben Steuersatz unterliegen und Kursgewinne - jedenfalls bei einer Haltedauer von mindestens einem Jahr und einer nur unwesentlichen Beteiligung - grundsätzlich nicht steuerbar sind (vgl. Hower, Unternehmensbewertung mit dem Tax-CAPM: Fortschritt oder nicht pragmatische Komplexitätssteigerung?, S. 119; Jonas/Löffler/Wiese, Wpg 2004, 889, 904). Zieht

man zur Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern entsprechend IDW S1 Stand 28.06.2000 den typisierten vollen Einkommensteuersatz von 35% von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag ab, wird entgegen der steuerrechtlichen Realität eine einheitliche Besteuerung unterstellt.

Zwar muss auch das Tax-CAPM wie jedes andere Bewertungsmodell mit vereinfachenden Annahmen arbeiten (vgl. dazu Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 41). Das IDW hat seine Anwendung aber trotz dieses Umstands im Rahmen der Vorgaben von IDW S1 Stand 18.10.2005 ausdrücklich empfohlen. Der Senat verkennt nicht, dass einer solchen Empfehlung kein Rechtsnormcharakter zukommt. Die Empfehlung stellt aber eine anerkannte Expertenauffassung dar (vgl. Stephan in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 305 Rn. 57; Riegger in Kölner Kommentar, SpruchG, Anh § 11 Rn. 31; Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 40 f.; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 126; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 305 Rn. 69). Dass die Anwendung des Tax-CAPM anhaltend in der Fachwissenschaft diskutiert wird, schließt seine Anerkennung nicht aus (vgl. oben (1.2) (1.2.2)).

Das Tax-CAPM bildet im Verhältnis zur Grundform des CAPM - jedenfalls bei Geltung des steuerrechtlichen Halbeinkünfteverfahrens - die aktuellere Erkenntnisermittlungsmethode (OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 260]). Dagegen kann nicht eingewandt werden, dass die Empfehlungen von IDW S1 mit Stand vom 02.04.2008 weiter überarbeitet wurden. Diese Überarbeitung beruht im Wesentlichen auf der Änderung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen im Zuge der Unternehmenssteuerreform, deren Inhalt zu dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag noch nicht absehbar waren (dazu oben b) bb)), weshalb sie hier grundsätzlich nicht anzuwenden ist (vgl. dazu ausführlich OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 263 und 273]).

Über die Frage der Zulässigkeit der Anwendung des Tax-CAPM kann der Senat grundsätzlich ohne die Einholung eines Sachverständigengutachtens entscheiden, da es sich bei der Frage, welche Methoden zur Ermittlung des Unternehmenswerts zulässig sind, um eine Rechtsfrage handelt. Der pauschale Einwand, dem Senat fehle die Sachkunde zur Beurteilung der verschiedenen Bewertungsmethoden, greift demgegenüber nicht durch. Dem Senat obliegt es nicht, die bislang im Rah-

men der Wirtschaftswissenschaften noch ungeklärte Frage zu lösen, welche der verschiedenen anerkannten Methoden für die Ermittlung des Unternehmenswerts „die richtige“ ist. Die Einwendungen, die in diesem Verfahren gegen die Anwendung des Tax-CAPM im Allgemeinen erhoben wurden (zu den Einwendungen betreffend die einzelnen Parameter Marktrisikoprämie und Betafaktor vgl. nachfolgend (2) und (3)) beschränken sich im Wesentlichen auf Argumente, die in der Fachöffentlichkeit bereits seit längerem diskutiert werden und die zu den Kernfragen zählen, die im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit von Kompensationsleistungen im gerichtlichen Spruchverfahren gehören. Daran ändert der Umstand nichts, dass sie vom Antragsteller Ziffer 24) in der Form eines Privatgutachtens (Bl. VII 746) vorgelegt wurden.

Die Auffassung des Senats zur Anwendbarkeit des Tax-CAPM auf Bewertungsstichtage, zu denen das steuerrechtliche Halbeinkünfteverfahren galt, steht schließlich nicht im Widerspruch zur Rechtsprechung anderer Oberlandesgerichte (ausführlich dazu OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 281]). In der von einzelnen Antragstellern zum Beleg für die Fehlerhaftigkeit der Auffassung des Senats angeführten Entscheidung des Oberlandesgerichts München (OLGReport München, 2008, 450) kam es demgegenüber auf die Anwendbarkeit des Tax-CAPM nicht entscheidend an, da dem dortigen Unternehmenswertgutachten die Grundform des CAPM zugrunde lag (OLGReport München, 2008, 450 [juris Rn. 7]), deren Anwendung das Gericht indessen - seinerseits in Abweichung von der Rechtsprechung anderer Oberlandesgerichte (dazu oben (1.2)) - ablehnte (OLGReport München, 2008, 450 [juris Rn. 31]). Das Oberlandesgericht Frankfurt hat in einer ebenfalls angeführten Entscheidung (Der Konzern 2011, 47 [juris Rn. 51]) lediglich die isolierte Anwendung des Tax-CAPM im Rahmen einer im Übrigen anhand der Vorgaben des IDW S1 Stand 28.06.2000 durchgeführten Bewertung abgelehnt; dies steht mit der hier vertretenen Auffassung des Senats grundsätzlich im Einklang.

- (1.3.3) Die in diesem Verfahren gegen die Anwendung des Tax-CAPM konkret erhobenen Einwendungen dringen nicht durch.

Soweit die Einwendungen - auch im Rahmen des unter Bl. VII 746 (S. 8 bis 37) vorgelegten Privatgutachtens - die Bestimmung einzelner Parameter des Tax-

CAPM betreffen, ist auf die nachfolgenden Ausführungen zu diesen Parametern zu verweisen (dazu unten (2) und (3)).

In diesem Zusammenhang ist jedenfalls festzustellen, dass das CAPM nicht deshalb methodisch fehlerhaft sein kann, weil die Ermittlung der entscheidenden Parameter Marktrisikoprämie und Betafaktor typischer Weise mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden ist (Bl. VII 746 S. 8, 31 und 45). Diese Schwierigkeiten bestehen bei anderen anerkannten Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlags in gleicher Weise (dazu oben (1.2)). Deshalb hatte der Senat bereits in seinem Beschluss vom 18.12.2009 die Frage aufgeworfen, wie es ohne Gegenüberstellung eines geeigneteren Modells möglich sein solle, festzustellen, ob die Anwendung des (Tax-)CAPM zu Kapitalisierungszinssätzen führt, die im Verhältnis zum „richtigen“ Wert überhöht sind (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 207]).

Die Kritik an den Grundannahmen des (Tax-)CAPM lässt seine Anwendung zur Ermittlung des Risikozuschlags nicht als fehlerhaft erscheinen. Dies gilt sowohl für den Einwand, das CAPM stelle ein Einperiodenmodell dar (Bl. VII 746 S. 5), als auch für den Einwand, das CAPM gehe von der unzutreffenden Annahme aus, Anlageentscheidungen würden auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt unter effizienter Verarbeitung aller Informationen und ohne Transaktionskosten oder - so jedenfalls in der Grundform - Steuern getroffen (Bl. VII 746 S. 6). Dabei handelt es sich um keine neuen, erstmals im Rahmen des hier vorgelegten Privatgutachten aufgebrachten Einwände, sondern um eine bereits seit einiger Zeit bekannte Überlegungen (vgl. dazu Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 20 f.; Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 60). Zwar ist im Lichte dieser Einwände die Frage aufzuwerfen, ob das CAPM die Realität zutreffend abbildet. Dabei darf aber nicht außer Acht bleiben, dass alle ökonomischen Theorien auf einer Vielzahl von Annahmen basieren, die jeweils eine starke Vereinfachung der Realität enthalten (vgl. Kruschwitz/Löffler, Unternehmensbewertung in der Praxis, S. 26 f.). Allein der Einwand der „Realitätsferne“ vermag daher die Fehlerhaftigkeit des CAPM deshalb jedenfalls nicht zu begründen; das CAPM ist trotz der vorgenannten Abweichungen von der ökonomischen Realität als geeignetes Modell anerkannt.

Schließlich kann gegen die Anwendung des Tax-CAPM nicht eingewandt werden, sie führe zu niedrigeren Unternehmenswerten. Zwar spricht Einiges dafür, dass die Anwendung des Tax-CAPM zu Unternehmenswerten führt, die unter denen liegen, die sich bei einer Anwendung der Grundform des CAPM ergäben bzw. dass sich umgekehrt im Fall der Anwendung des CAPM anstelle des Tax-CAPM ein höherer Unternehmenswert errechnete (vgl. dazu Bl. VII 746 S. 24 ff.). Die Antragsteller können aber nicht für sich in Anspruch nehmen, dass im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung im Spruchverfahren jeweils diejenige Methode anzuwenden wäre, die zu ihren Gunsten die höchsten Werte ergibt (dazu oben 1. a) bb) (1) (1.2) (1.2.2)). Im Übrigen ist zu bedenken, dass die bei Ermittlung des Unternehmenswerts anhand des Tax-CAPM und der übrigen Empfehlungen von IDW S1 Stand 18.10.2005 beobachtete Reduzierung des Unternehmenswerts gegenüber seiner Ermittlung anhand der Vorgaben des IDW S1 Stand 28.06.2000 - und damit anhand der Grundform des CAPM - in etwa der Größenordnung der Erhöhung entspricht, die sich aufgrund der von IDW S1 Stand 28.06.2000 empfohlenen Nachsteuerbetrachtung gegenüber der zuvor praktizierten reinen Vorsteuerbetrachtung ergeben hatte (vgl. die Beispielsrechnungen bei Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 151). Dies belegt, dass sich die Funktion des Tax-CAPM jedenfalls nicht in einer gezielten Reduzierung der Unternehmenswerte zulasten der Minderheitsaktionäre erschöpft.

- (2) Die im Rahmen des Unternehmenswertgutachtens der angesetzte Nachsteuermarktrisikoprämie von 5,5% ist entgegen der Auffassung des Landgerichts und der Antragsteller sowie des gemeinsamen Vertreters nicht zu reduzieren. Aus Sicht des Senats ist nach richterlicher Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO der Ansatz einer Nachsteuermarktrisikoprämie in Höhe von 5,5% nicht zu beanstanden (So schon der Vorlagebeschluss OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 232]; OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 247 ff.]; OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 175 ff.]; OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 284]; OLG Stuttgart, AG 2011, 205 [juris Rn. 192]). Die in diesem Verfahren - auch nach dem Vorlagebeschluss vom 18.12.2009 - vorgebrachten Argumente geben dem Senat weder Anlass, seine Auffassung zu ändern, noch gebieten sie die Einholung der in diesem Zusammenhang beantragten Sachverständigengutachten oder die Durchführung einer weiteren mündlichen Verhandlung vor dem Senat.

(2.1) Eine Abkehr von der bisherigen Auffassung des Senats ist insbesondere nicht durch die allgemeinen Angriffe auf die Studien von Prof. Stehle und andere empirische Untersuchungen zur Marktrisikoprämie veranlasst.

(2.1.1) Die Schätzung des Senats beruht zwar letztlich auch auf empirischen Studien, trägt aber der in den Wirtschaftswissenschaften noch nicht abgeschlossenen Diskussion um die empirische Ermittlung der Marktrisikoprämie Rechnung.

(2.1.1.1) Die empirische Ermittlung der Marktrisikoprämie ist grundsätzlich anerkannt. Zwar handelt es sich bei der im (Tax-)CAPM anzusetzenden Marktrisikoprämie um einen durch Schätzung zu ermittelnden Zukunftswert (OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2011 zu 21 W 3/11 [juris Rn. 57]; Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 114 und 116); Grundlage der Schätzung kann aber eine Betrachtung der Vergangenheit sein.

Wie der Senat bereits in seinem Vorlagebeschluss vom 18.12.2009 betont hat, ist die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion zur Bestimmung der Marktrisikoprämie noch nicht abgeschlossen (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 222]). Daran hat sich zwischenzeitlich nichts geändert (Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 123 f.; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 109 ff.; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 305 Rn. 69; Ballwieser, Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 100; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 219 ff.).

Die Schätzung der im Tax-CAPM anzusetzenden Nachsteuermarktrisikoprämie durch den Senat beruht vor diesem Hintergrund - entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer - nicht auf der Übernahme der Ergebnisse einer bestimmten empirischen Untersuchung, namentlich derjenigen von Prof. Stehle aus dem Jahr 2004 (dazu Stehle, Wpg 2004, 906 ff.), sondern auf einer Gesamtbetrachtung der zur Überrendite von Aktien gegenüber Renten vertretenen Auffassungen (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 227]).

(2.1.1.2) Die Bestimmung der Marktrisikoprämie durch den Senat im Wege richterlicher Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO orientiert sich maßgeblich an der Mitte einer Bandbreite von 5,0% bis 6,0% (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu

20 W 14/08 [juris Rn. 253]; OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 188]; OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 231 f.]). Diese Bandbreite wurde vom Vorgängergremium des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des Instituts der deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW), dem Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (AKU), als Nachsteuerwert für die Anwendung des Tax-CAPM im Rahmen des - hier anzuwendenden (dazu oben (1) (1.3) (1.3.2)) - IDW S1 Stand 18.10.2005 empfohlen (vgl. IDW Fachnachrichten 2005, 70, 71). Ihr korrespondiert eine Bandbreite von Vorsteuerwerten zwischen 4,0 bis 5,0% (Wagner/Jonas/Ballwieser/ Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1019).

Die Empfehlung des IDW zur Bestimmung der Nachsteuermarktrisikoprämie bei Anwendung des IDW S1 Stand 18.10.2005 stellt zwar keine Rechtsnorm dar. Sie ist aber eine wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte Expertenauffassung (Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 113 f.; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 128; Paulsen in Münchener Kommentar, AktG, 3. Aufl., § 305 Rn. 118). Sie wird in der Bewertungspraxis und in der Rechtsprechung beachtet (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2011 zu 21 W 3/11 [juris Rn. 57]; OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 197]; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01.08.2011 zu 20 W 14/08 S. 21). Dem lässt sich nicht pauschal entgegen halten, dass in Unternehmenswertgutachten aus Anlass abfindungspflichtiger Strukturmaßnahmen generell überhöhte Marktrisikoprämien angesetzt würden; nach einer Studie aus dem Jahr 2006 sollen mehr als die Hälfte aller untersuchten Unternehmen für ihre interne Kapitalkostenrechnung Marktrisikoprämien zwischen 5,0 und 6,0% verwenden (vgl. Geginat/Morath/Wittmann/Knüsel in Roland Berger, Kapitalkosten als strategisches Entscheidungskriterium, S. 15).

Die Empfehlung des IDW übernimmt dabei nicht lediglich die Ergebnisse der empirischen Untersuchungen Prof. Stehles. Dies belegt schon der Umstand, dass Prof. Stehle für die Bemessung der Marktrisikoprämie zu viel größeren Bandbreiten gelangt (vgl. OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 196]). Prof. Stehle hat bei einem Abstellen auf den CDAX Nachsteuerwerte zwischen 3,83% (geometrisches Mittel) und 6,66% (arithmetisches Mittel) sowie bei einem Abstellen auf den DAX Nachsteuerwerte zwischen 3,83% (geometrisches Mittel) und 6,66% (arithmetisches Mittel) ermittelt. Grundlage der Empfehlung des IDW ist vielmehr eine eigenständi-

ge Auswertung des Meinungsstandes zur Bestimmung der Marktrisikoprämie. Dies zeigt die Veröffentlichung von Hinweisen zur Neufassung des IDW S1 Stand 18.10.2005 durch Mitglieder des AKU, die neben Prof. Stehle auch andere Kapitalmarktuntersuchungen berücksichtigt (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1017 f. [Fußnoten 96 ff.]) und angesichts der zur empirischen Ermittlung der Marktrisikoprämie diskutierten Fragen - unter ausdrücklicher Herausstellung anderer Argumente als Prof. Stehle - zu einer eigenständigen Bestimmung der empfohlenen Bandbreite gelangt (Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1019)

- (2.1.1.3) Für die Übernahme der vom IDW empfohlenen Bandbreite spricht angesichts der noch nicht abgeschlossenen wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion jedenfalls der Umstand, dass sie sich nicht an einer extremen Auffassung orientiert, sondern in etwa im Mittelfeld der Ergebnisse verschiedener für den deutschen Kapitalmarkt veröffentlichter empirischen Studien rangiert, deren Ergebnisse von negativen Werten bzw. Werten nahe null bis zu Werten über 10% reichen.

Bereits im Vorlagebeschluss vom 18.12.2009 hatte der Senat zum Beleg der großen Bandbreite empirischer Studien zur Marktrisikoprämie beispielhaft auf die Auswahl von Drukarczyk/Schüler Bezug genommen (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 222]). Dort sind in Tabellenform sieben Studien zur Ermittlung der nominalen Überrendite von Aktien gegenüber Renten unter Angabe der Untersuchungszeiträume, der Datenquellen (z.B. DAX, CDAX, REXP, Schatzanweisungen) sowie der Ergebnisse (getrennt nach arithmetischer und geometrischer Mittelung) genannt. Danach wurden allein in der dortigen Auswahl Überrenditen zwischen 2,66% (Stehle 2004, Untersuchungszeitraum 1955-2003, Vergleich CDAX gegenüber REXP bei geometrischer Mittelung) und 8,2% (Bimberg 1991, Untersuchungszeitraum 1954-1984, Vergleich von Portefeuilles aus Stammaktien und Bundesanleihen bei arithmetischer Mittelung) ermittelt. Innerhalb dieser Bandbreite sind Untersuchungen von Uhlir/Steiner (1991) bzw. Stehle (1999 und 2004) genannt, die bei arithmetischer Mittelung zu Überrenditen von 5,46%, 6,02%, 6,5% bzw. 6,65% gelangen, aber auch Untersuchungen von Stehle/Hartmond (1991), Bimberg (1991), Morawietz (1994) und Stehle (1999, 2004), die bei geometrischer Mittelung zu Werten von 2,76%, 3,1%, 3,2%, 4,6% oder 5,3% gelangen (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222).

Diese Übersicht ist indessen nicht abschließend. Eine Übersicht bei Ballwieser verweist neben den Untersuchungen Prof. Stehles (Untersuchungszeiträume 1955 bis 2003, 2006 bzw. 2009) und anderer bereits bei Drukarczyk/Schüler genannten Studien auf Untersuchungen von Dimson/Marsch/Staunton, Conen/Väth, Baetge/Krause und Gielen (Ballwieser, Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 100; hierauf beruft sich auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 725). Dabei ist die Bandbreite der dort angeführten Studien größer als diejenige der Auswahl von Drukarczyk/Schüler. Sie reicht von 1,2% (Gielen 1993, Untersuchungszeitraum 1960-1993 bei geometrischer Mittelung) bis 10,4% (Conen/Väth 1993, Untersuchungszeitraum 1949-1992 bei arithmetischer Mittelung). Eine noch größere Bandbreite ergibt sich aus der bei Dörschell/Frank/Schulte dargestellten Übersicht empirischer Studien zur nominalen Marktrisikoprämie für Deutschland (Dörschell/Frank/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 110). Die ermittelten Werte reichen hier von -4,80% (Baetge/Krause, Untersuchungszeitraum 1987-1991 bei geometrischer Mittelung) bis +11,10% (SMH, Untersuchungszeitraum 1980-1990 bei arithmetischer Mittelung). Selbst innerhalb der Studienergebnisse, die auf einer geometrischen Mitteilung beruhen, reicht die Bandbreite von -4,80% (Baetge/Krause, Untersuchungszeitraum 1987-1991 bei geometrischer Mittelung) bis zu +7,70% (Baetge/Krause, Untersuchungszeitraum 1982-1991 bei geometrischer Mittelung).

Aus den seitens der Beschwerdeführer angeführten weiteren Studien ergibt sich nichts Anderes. Das vom Antragsteller Ziffer 24) bereits vor dem Vorlagebeschluss des Senats vorgelegte Privatgutachten (Bl. VII 746, S. 18) bestätigt mit dem Verweis auf die Reichweite empirisch ermittelter Marktrisikoprämien von -1,8% bis +12,7% die vorgenannten Bandbreiten. Zu großen Bandbreiten gelangt auch die von mehreren Beschwerdeführern angeführte Veröffentlichung des Deutschen Aktieninstituts „Aktie versus Rente“ aus dem Jahr 2004. Dort sind für Deutschland mehrere Untersuchungen angeführt, die Differenzen zwischen den nominalen Renditen von -2,9% (Dichtl/Schlenger, Untersuchungszeitraum 1972-2002) bis +6,78% (Stehle, Untersuchungszeitraum 1947-2003) vor Steuern und von +7,53% (Stehle, Untersuchungszeitraum 1947-2003) bis +2% (Feri Trust, Untersuchungszeitraum 1977-2002) nach Steuern aufweisen. Sieht man einmal davon ab, dass sich aus der Studie von Dimson/Marsh/Staunton (The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle) entgegen der Auffassung einzelner Beschwerdeführer für

Deutschland keine wesentlichen zusätzlichen empirischen Erkenntnisse ergeben können, weil die dortigen Feststellungen für Deutschland nicht auf eigenen empirischen Untersuchungen, sondern auf der Auswertung deutscher Studien, darunter insbesondere der Studie Prof. Stehles beruhen (vgl. Dimson/Marsh/Staunton, *The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle*, S. 33; so schon OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 223]), gelangt diese Studie wiederum zu einer erheblichen Bandbreite zwischen 9,07% (bei arithmetischer Mittelung) und 3,83% (bei geometrischer Mittelung, vgl. Dimson/Marsh/Staunton, *The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle*, S. 18). Dahinstehen kann, ob die Studie von Dimson/Marsh/Staunton einen systematisch bedingten Rückgang der Marktrisikoprämie in der Zukunft nahe legt; jedenfalls gelangt sie zu der Erkenntnis, dass Anleger weltweit zur Zeit der Fertigstellung der Studie im Jahr 2006 eine Überrendite von Aktien im Bereich von 3,0 bis 3,5% bei einer geometrischen Mittelung und 4,5 bis 5,0% bei einer arithmetischen Mittelung erwarteten (Dimson/Marsh/Staunton, *The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle*, S. 29).

Eine jüngere Veröffentlichung der Antragsteller Ziffer 49) und 53) stellt ebenfalls eine Bandbreite von einstellig negativen bis zweistellig positiven Prozentpunkten fest (Knoll/Wenger, *BewP* 2011, 18,19). Die Untersuchungen, an denen die Antragsteller Ziffer 49) und 53) mitgewirkt haben, behaupten zwar Überrenditen unterhalb der vom IDW empfohlenen Bandbreite; diese Studien sind aber bei der zur Bestätigung der IDW-Empfehlung durchgeführten Gesamtbetrachtung des Senats grundsätzlich bereits berücksichtigt; jedenfalls geben sie angesichts der beschriebenen Bandbreite der Auffassungen zur Marktrisikoprämie keinen Anlass, die Schätzung des Senats nach unten zu korrigieren.

Dies gilt zunächst für die in erster Linie als Auseinandersetzung mit den Studien Prof. Stehles angelegte Veröffentlichung des Antragstellers Ziffer 53), die - allerdings bei ausschließlich geometrischer Mittelung - für unterschiedliche Untersuchungszeiträume zu Risikoprämien zwischen -0,44% und +2,90% gelangt (Wenger, *AG* 2005, Sonderheft „fair valuations“ S. 17; die Veröffentlichung wird ausdrücklich erwähnt von Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, *Wpg* 2006, 1005, 1018 in Fußnoten 110 und 115). Entsprechendes ist zu der Untersuchung der Marktrisikoprämie für den schweizerischen Kapitalmarkt durch die Antragsteller Ziffer 49) und 53) festzustellen, die den Ansatz einer Marktrisikoprämie von weniger als 2%

für die Schweiz befürwortet (Knoll/Wenger, Der Schweizer Treuhänder 2008, 654, 660). Selbst wenn man aus den unterschiedlichen Währungs- und Unternehmensstrukturen folgende Bedenken ob der Vergleichbarkeit des schweizerischen mit dem deutschen Kapitalmarkt ausblenden wollte, ist hier im Übrigen zu bedenken, dass die Untersuchungsergebnisse auf der Annahme eines besonders langen Anlagehorizonts beruhen (Knoll/Wenger, Der Schweizer Treuhänder 2008, 654, 656; zur Bedeutung des Anlagehorizonts unten (2.2)) und nach eigener Darstellung vom Ergebnis anderer Untersuchungen für den schweizerischen Kapitalmarkt abweichen (Knoll/Wenger, Der Schweizer Treuhänder 2008, 654, 660). Ähnliches gilt für die nach dem Senatsbeschluss vom 18.12.2009 veröffentlichten Auseinandersetzung der Antragsteller Ziffer 49) und 53) mit den Empfehlungen des IDW zur Marktrisikoprämie (Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47). Soweit dort die Existenz einer positiven Marktrisikoprämie generell in Frage gestellt wird (Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47, 52), besteht zwar eine Übereinstimmung mit anderen Untersuchungen, die zu einer negativen Überrendite von Aktien gegenüber Renten gelangen. Angesichts der Vielzahl anderer Untersuchungsergebnisse kann aber nicht festgestellt werden, dass die Existenz einer Überrendite von Aktien hierdurch empirisch widerlegt sei (OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 253]). Die Untersuchung räumt selbst ein, dass gegenüber den dort angestellten Performance-Vergleichen „im Detail“ auch „Vorbehalte“ geltend gemacht werden könnten (Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47, 52; vgl. OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 176]). In diesem Zusammenhang ist insbesondere zu bedenken, dass im Rahmen der Untersuchung nur Anlagezeiträume zwischen 1987-2001 und 2010 berücksichtigt wurden; abgesehen von der Ausblendung früherer Zeiträume mit hohen Aktienrenditen zeichnet sich der Untersuchungszeitraum demnach durch einen Abbruch unmittelbar nach dem (vorläufigen) Ende einer schweren Finanz- und Wirtschaftskrise aus. Eine andere jüngere Untersuchung des Antragstellers Ziffer 49) räumt schließlich ein, nur „Tendenzaussagen“ zu formulieren und „besonders prägnante Beispiele“ zu präsentieren (Knoll/Wala/Ziemer, Bewertungspraktiker 2011, 2, 6; vgl. dazu OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 176]).

- (2.1.2) Die gegen die empirischen Untersuchungen Prof. Stehles und andere Studien erhobenen Einwendungen dringen - vorbehaltlich der gesondert zu erörternden Frage der Zulässigkeit der arithmetischen Mittelung (dazu unten (2.2)) - nicht durch.

(2.1.2.1) Da die Schätzung der Marktrisikoprämie nicht auf der Übernahme der empirischen Untersuchungen Prof. Stehles, sondern im Ergebnis auf einer Orientierung im Mittelfeld verschiedener empirischer Untersuchungen beruht, sind diejenigen Einwendungen grundsätzlich unerheblich, welche allein die ordnungsgemäße Erstellung bzw. Fortgeltung der Studie Prof. Stehles aus dem Jahr 2004 in Frage stellen.

Dies gilt zunächst für die Begleitumstände von Prof. Stehles bisherigen Arbeiten, namentlich die Umstände der Auftragserteilung und die Auftragsbestimmungen sowie die Behauptungen zu Äußerungen Prof. Stehles im Juni 2011 auf einer Fachtagung. Selbst wenn diese Äußerungen zuträfen, beschränkten sie sich im Übrigen aus der Sicht eines objektiven Empfängers auf eine Mutmaßung über das Ergebnis künftiger Folgeuntersuchungen und ließen keinen Schluss auf die nicht ordnungsgemäße Durchführung bisheriger Arbeiten zu.

Erst recht kommt es hier nicht darauf an, ob Prof. Stehle seine Auffassung zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie zwischenzeitlich geändert hat. Hiergegen spricht im Übrigen neben der behaupteten Äußerung im Juni 2011 eine nähere Befassung mit dem zum Beleg für eine angebliche Meinungsänderung vorgelegten Navigatorgutachten (V6 Bl. X 1629 ff.). Durch das Navigatorgutachten sollte nicht die allgemeine Überrendite von Aktien gegenüber Renten ermittelt werden. Vielmehr beschränkte sich die Aufgabenstellung auf den besonderen Fall der langfristigen Investition eines Kapitalbetrages über einen Anlagehorizont von etwa 30 Jahren ohne größere Umschichtungen. Diese Aufgabenstellung ist von der hier zu beurteilenden Frage zu unterscheiden (vgl. OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 245]; zur Bedeutung des Anlagehorizonts bei der Bestimmung der Überrendite von Aktien vgl. unten (2.2) (2.2.2)).

Der Senat ist mangels Übernahme der Untersuchungen Prof. Stehles als Schätzungsgrundlage auch nicht gehalten, zu prüfen, ob Prof. Stehle die von ihm erhobenen Rohdaten im Rahmen seiner Untersuchungen „korrekt“ erhoben hat, unter welchen Annahmen diese zu den später veröffentlichten Untersuchungsergebnissen führten oder ob diese Annahmen „konsistent“ umgesetzt wurden.

(2.1.2.2) Unabhängig davon ist zu bedenken, dass für die empirische Ermittlung der Marktrisikoprämie nicht nur ein richtiger Weg in Betracht kommt; die Festlegung einer

bestimmten Marktrisikoprämie durch Differenzierung der empirischen Studien anhand der Kategorien von „richtig“ und „falsch“ ist grundsätzlich nicht möglich.

Die Bestimmung der Marktrisikoprämie im Modell des (Tax-)CAPM erfordert eine Vielzahl von Annahmen von der Festlegung des Untersuchungszeitraums über die Bestimmung der Datenquellen für die Ermittlung der unterschiedlichen Renditen bis hin zur Art und Weise der Mittelwertbildung (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1017; Stilz in Festschrift Goette, 2011, 529, 533).

Bei der Festlegung dieser Annahmen zwingen - wie allgemein bei der Erstellung von Bewertungsmodellen (dazu oben (1) (1.3) (1.3.3)) - praktische Notwendigkeiten zu Vereinfachungen gegenüber dem theoretischen Anspruch. Eine solche Vereinfachung enthält bereits das Abstellen auf einen bestimmten Aktienindex anstelle aller am Kapitalmarkt gehandelten risikobehafteten Titel (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 25 f. und 114) oder die Auswahl eines bestimmten Untersuchungszeitraums. Allein eine Divergenz zwischen dem theoretischen Anspruch und der - den praktischen Notwendigkeiten geschuldeten - vereinfachenden Annahme vermag aber noch nicht deren Unrichtigkeit zu begründen; vielmehr kommen für die Parameter der empirischen Ermittlung der Marktrisikoprämie jeweils eine Vielzahl „richtiger“ Annahmen in Betracht.

(2.1.2.3) Die von den Beschwerdeführern vorgebrachten Umstände begründen jedenfalls nicht die Unrichtigkeit der empirischen Untersuchungen, die der Empfehlung des IDW zugrunde liegen bzw. die diese Empfehlung aus Sicht des Senats bestätigen.

Dies gilt vor allen Dingen für den jeweiligen Untersuchungszeitraum. Gerade die Wahl des Untersuchungszeitraums kann regelmäßig nicht anhand der Kategorien „richtig“ oder „falsch“ beurteilt werden. Darauf hat der Senat beispielhaft in Auseinandersetzung mit der - vom Landgericht zu Unrecht zum Anlass für eine Korrektur gegenüber dem Unternehmenswertgutachten genommenen - Kritik am Untersuchungszeitraum der Studien Prof. Stehles bereits in seinem Vorlagebeschluss vom 18.12.2009 hingewiesen (vgl. OLG Stuttgart, 2010, 274 [juris Rn. 228]). Dahin stehen kann, ob die Kritik am Untersuchungszeitraum der Studie Prof. Stehles aus dem Jahr 2004 (1955-2003) entgegen der Auffassung einzelner Beschwerdeführer schon durch die Ergebnisse seiner Studie aus dem Jahr 1999 (1969-1998) widerlegt ist. Jedenfalls trägt die Wahl des Untersuchungszeitraums der Studie Prof.

Stehles aus dem Jahr 2004 (1955-2003) durchaus dem Umstand Rechnung, dass die 1950er Jahre in Deutschland wesentlich von der Sondersituation des Wiederaufbaus nach dem Zweiten Weltkrieg geprägt waren. Auch unter Berücksichtigung des umfangreichen Vortrags zu dieser Frage, namentlich durch den Antragsteller Ziffer 53) (Bl. XI 1779 ff., 1964 ff.), erscheint die Wahl des Untersuchungszeitraums durch Prof. Stehle weder „unrichtig“ noch lässt sich umgekehrt feststellen, es sei zwingend, den Untersuchungszeitraum später, etwa erst ab 1960, beginnen zu lassen. Weder erschließt sich, warum der durch den Mauerbau eingeschränkte innerdeutsche Handel bis 1961 notwendig von zentraler Bedeutung für die Aktienrenditen in Deutschland gewesen sein soll, noch erscheint es zwingend, das Ende der kriegsbedingten Sondersituation in einem bestimmten Jahr zu verorten. Der Antragsteller Ziffer 53) bestätigt diese Einschätzung letztlich selbst, indem er feststellt (Bl. XI 1964), dass innerhalb eines bestimmten Gesamtzeitraums beliebige Teilzeiträume mit beliebigen Ergebnissen gebildet werden können. Entsprechendes gilt für das vom Antragsteller Ziffer 24) vorgelegte Privatgutachten, das feststellt, es existierten „keine eindeutigen Vorgaben“ zum Untersuchungszeitraum (Bl. VII 746, S. 13). Dies entspricht der Erkenntnis der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur, bei Festlegungen zum Untersuchungszeitraum für die Marktrisikoprämie könne es sich allenfalls um „Konventionen“ handeln (Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 123). Der zum Nachweis „falsch“ gewählter Untersuchungszeiträume in den empirischen Studien Prof. Stehles und anderen Untersuchungen zur Marktrisikoprämie angebotene Sachverständigenbeweis ist daher nicht zu erheben.

Ähnliches gilt für die Berücksichtigung steuerrechtlicher Änderungen. Je länger der gewählte Untersuchungszeitraum in die Vergangenheit zurück reicht, desto größer ist naturgemäß die Wahrscheinlichkeit, dass im Untersuchungszeitraum andere steuerrechtliche Rahmenbedingungen galten, die sich auf die Höhe der damals erzielten Renditen ausgewirkt haben können. Der Umfang, in dem diese Umstände zur Ermittlung einer als Grundlage für die Schätzung der künftigen Marktrisikoprämie geeigneten empirischen Untersuchung bereinigt werden, hängt zum einen von dem Grad der Vereinfachung ab, der im Rahmen einer Untersuchung gewählt wird, und zum anderen von der steuerrechtlichen Situation, die im Rahmen der notwendigen Typisierung als Regelfall unterstellt wird. Eine Beurteilung dieser Annahmen in den Kategorien von „richtig“ oder „falsch“ ist - ähnlich wie bei der Wahl des

Untersuchungszeitraums - grundsätzlich nicht möglich. Vor diesem Hintergrund ist der angebotene Sachverständigenbeweis zur „fehlerhaften Spezifizierung“ der „tatsächliche[n] steuerrechtliche[n] Situation des repräsentativen Anlegers“ in den vom Senat herangezogenen Studien nicht zu erheben. In der Untersuchung Prof. Stehles aus dem Jahr 2004 wurde die Änderung der steuerrechtlichen Rahmenbedingungen während des Untersuchungszeitraums jedenfalls durch eine Bereinigung der DAX-Originalwerte mithilfe des DAX-Kursindex berücksichtigt (dazu Stehle, Wpg 2004, 906, 920). Inwieweit diese grundsätzlich nachvollziehbare Bereinigung (OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 192]) die tatsächlichen Verhältnisse eines repräsentativen Anlegers „fehlerhaft spezifizieren“ soll, ist weder dargetan noch ersichtlich. Vorfrage für die Beurteilung einer solchen „Fehlerhaftigkeit“ wäre jedenfalls, welche steuerrechtlichen Annahmen in Bezug auf den „repräsentativen Anleger“ zu treffen sind. Hier lässt sich indessen wiederum nicht feststellen, dass die von Prof. Stehle bei seiner Bereinigung typisierend gewählten Steuersätze von 0% bzw. 35% „falsch“ sind. Erst recht kann angesichts der notwendigen Vereinfachung nicht festgestellt werden, dass empirischen Untersuchungen „falsch“ seien, die einzelne steuerrechtliche Besonderheiten bei Aktien und Renten in der Vergangenheit nicht besonders berücksichtigen, etwa Zero-Bond-Anleihen, historische steuerrechtliche Privilegien der öffentlichen Hand oder schwer messbare tatsächliche Umstände wie das Auftreten von Steuerhinterziehung.

Nicht zu erheben ist vor diesem Hintergrund auch der sowohl in Bezug auf die Untersuchungen Prof. Stehles, aber auch andere Studien angebotene Sachverständigenbeweis zu der Frage, ob der Vergleich der Performance deutscher Aktien mit kurz- bzw. mittelfristigen Rentenanlagen bzw. dem REXP anstelle von langfristigen Anleihen zu einer „überhöhten“ Marktriskoprämie führt. Dabei ist zunächst zu bedenken, dass nur einzelne der vorgenannten Studien die Daten von Rentenpapieren dem REXP bzw. kurz- oder mittelfristigen Anlagen entnehmen; so stellt etwa die Untersuchung Prof. Stehles aus dem Jahr 2004 auf den REXP ab, seine Untersuchung aus dem Jahr 1999 dagegen auf langfristige, festverzinsliche Wertpapiere (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222). Wollte man die Überrendite von Aktien nur durch einen Vergleich mit langfristigen Rentenanlagen ermitteln, ist daher nicht ersichtlich, dass sich im Rahmen einer Gesamtbetrachtung grundlegend andere Bandbreiten ergäben. Im Übrigen handelt es sich auch bei dem Abstellen auf den REXP anstelle einzelner langfristiger Renten-

papiere um eine Vereinfachung im Rahmen der Modellbildung, die nicht aufgrund theoretischer Erwägungen zur Vergleichbarkeit von Aktien- und Rentenwerten als „richtig“ oder „falsch“ eingeordnet werden kann; insbesondere ist nicht notwendig von einem besonders langfristig orientierten Anleger auszugehen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 254]; dazu näher unten (2.2) (2.2.3)). Zudem ist zu bedenken, dass sich für eine Heranziehung des REXP die Absicherung der Untersuchungsergebnisse infolge geringerer Ausschläge anführen lässt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 254]).

Schließlich dringt die allgemeine Einwendung nicht durch, die Marktrisikoprämie sei nur relativ in Relation zum jeweils angesetzten Basiszinssatz zu bestimmen. Zwar trifft es im Ausgangspunkt zu, dass die Marktrisikoprämie als Überrendite von Aktien gegenüber Renten den Risikozuschlag zum Ausdruck bringen soll, der für eine Investition in Aktien im Verhältnis zu einer Investition in (quasi) risikolose Wertpapiere gefordert wird. Dies zwingt aber nicht dazu, die Marktrisikoprämie stets nur in Relation zum jeweils angesetzten Basiszinssatz zu betrachten. Zum einen wäre damit im Einzelfall nicht notwendig eine Änderung im Ergebnis verbunden wäre. Zum anderen stellt die vom jeweiligen Basiszinssatz unabhängige Schätzung der Marktrisikoprämie als Nominalwert eine zulässige Vereinfachung dar; sie ist jedenfalls im Rahmen der Anwendung des CAPM allgemein anerkannt. Sowohl die Empfehlung des IDW als auch die vorgenannten Studien drücken die Marktrisikoprämie jeweils unabhängig von dem konkret verwendeten Basiszinssatz als Nominalwert aus; dies entspricht dem Vorgehen der Rechtsprechung (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07.05.2008 zu 26 W 16/06 [juris Rn. 19]; OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2011 zu 21 W 3/11 [juris Rn. 57]; KG, AG 2011, 627 [juris Rn. 28]).

- (2.1.3) Die Eignung der Empfehlung des IDW als Grundlage für eine richterliche Schätzung der Nachsteuermarktrisikoprämie wird durch die in diesem Verfahren von einzelnen Beschwerdeführern vorgelegten Plausibilitätsrechnungen nicht widerlegt.
- (2.1.3.1) Dies gilt zunächst für die im Beschwerdeverfahren mehrfach, allerdings mit unterschiedlichen Beobachtungszeiträumen vorgelegten unmittelbaren Gegenüberstellungen der Werte des DAX und des REXP (Bl. VIII 841; Bl. VIII 882 ff., BS3, Bl. VIII 890 ff.; AV1, Bl. IX 1194 f.; Bl. X 1394; Bl. XI 1967 f.).

Zu der im Dezember 2009 vorgelegten Gegenüberstellung von DAX und REXP durch das Kreditinstitut Reuschel & Co. vom 31.12.1967 bis zum 14.12.2009 (Bl. VIII 882 ff.; BS3, Bl. VIII 890 fff.) sowie zu der Gegenüberstellung von DAX, CDAX und REXP vom 16.02.2007 bis zum 04.12.2009 (Bl. VIII 841) hatte der Senat bereits in seinem Vorlagebeschluss Stellung genommen. Die Eignung dieser Gegenüberstellungen als Grundlage für die Schätzung der künftig zur erzielenden Überrendite von Aktien gegenüber Renten erscheint schon deshalb fraglich, weil die Gegenüberstellungen entweder nur den Zeitraum unmittelbar vor bis unmittelbar nach einer schweren Wirtschafts- und Finanzkrise enthalten (Bl. VIII 841) oder unmittelbar nach einer solchen enden (Bl. VIII 882 ff.; BS3, Bl. VIII 890 ff.). Es verwundert vor diesem Hintergrund jedenfalls nicht, dass beide Gegenüberstellungen zu einer Überrendite von Renten gegenüber Aktien, also gleichsam zu einer negativen Marktrisikoprämie gelangen (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 225]).

Zwar hat der Antragsteller Ziffer 24) im weiteren Verfahren einen von den Wirtschaftsprüfern und Steuerberatern GKK Partners - offenbar anhand der im Internet auf der Homepage der Deutschen Bundesbank abrufbaren Zeitreihen zu DAX und REXP erstellten - Chart-Vergleich vorgelegt, der von 1967 bis zu den Höchstständen des DAX am 07.03.2000 bzw. am 13.07.2007 reicht (AV1, Bl. IX 1194 f.) und eine Marktrisikoprämie von 1,94% im ersten bzw. 0,60% im zweiten Fall errechnet. Dies belegt aber letztlich nur die Auffassung des Senats, dass es keine „richtige“ Verfahrensweise zur Ermittlung der Marktrisikoprämie gibt und der Auswahl des Untersuchungszeitraums ein erheblicher Einfluss auf das Ergebnis zukommt (dazu oben (2.1.2) (2.1.2.3)).

Unabhängig vom Untersuchungszeitraum begegnen die Gegenüberstellungen der bei der Deutschen Bundesbank abrufbaren reinen Indexdaten Bedenken in Bezug auf ihre Eignung als Grundlage für die Schätzung der künftigen Marktrisikoprämie; dies gilt auch für die von anderen Beschwerdeführern vorgelegten DAX-REXP-Vergleiche (Bl. X 1394; Bl. XI 1967 f.; vgl. dazu auch den Hinweis Bl. XII 20115 auf einen entsprechenden Vortrag des Antragstellers Ziffer 49) im April 2011), die nahe legen (Bl. X 1394) bzw. ausdrücklich behaupten (Bl. XI 1968), es existiere keine Überrendite von Aktien gegenüber Renten. Zwar handelt es sich beim DAX (im Gegensatz zum DAXK) ebenso wie beim REXP (anders als beim REX) um einen

so genannten Performance-Index, der nicht nur Kursänderungen berücksichtigt, sondern auch Zins- und Dividendenerträge, weil unterstellt wird, dass diese jeweils reinvestiert werden. Dabei ist aber zum einen zu berücksichtigen, dass der DAX erst seit 1987 als Performance-Index berechnet wird (Deutsche Börse AG, Juni 2011, Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, S. 18). Zum anderen ist zu bedenken, dass der DAX über weite Zeiträume bis zur Einführung des steuerrechtlichen Halbeinkünfteverfahrens am 01.01.2001 nur einen Teil der den Aktionären effektiv zukommenden Dividende erfasst, nämlich die Bardividende, nicht jedoch die Körperschaftsteuergutschrift der Privatanleger. Während dieser Umstand beispielsweise in der empirischen Studie von Prof. Stehle in nachvollziehbarer Weise bereinigt wurde (Stehle, Wpg 2004, 906, 919 f.), bleibt bei einem Vergleich der reinen Index-Daten ein nicht unerheblicher Teil der Performance von Aktien unberücksichtigt.

(2.1.3.2) Wenig überzeugend erscheint auch die Argumentation, die vom Senat angenommene Überrendite könne jedenfalls deshalb nicht richtig sein, weil sich bei einer Hochrechnung des DAX-Standes vom 16.02.2007 mit dem vom Senat angenommenen Vorsteuerbasiszinssatz von 4,0% zuzüglich der von ihm angenommenen Vorsteuermarktrisikoprämie von 4,5% im Jahr 2040 ein DAX-Endstand von mehr als 100.000 Punkten ergeben müsste (AV1, Bl. IX 1193). Abgesehen davon, dass eine solche Entwicklung des erst seit weniger als 25 Jahren existierenden Index (vgl. dazu Deutsche Börse AG, Juni 2011, Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse, S. 18) nicht von vornherein völlig ausgeschlossen scheint, ist zu bedenken, dass eine solche Hochrechnung auch bei der Unterstellung, die Marktrisikoprämie betrage 0%, zu „schwindelerregenden“ Werten führen würde. Würde man den DAX Stand 16.02.2007 ausschließlich mit dem vom Senat angenommenen Vorsteuerbasiszinssatz hochrechnen, läge er im Jahr 2040 bei über 25.000 Punkten. Entsprechendes gilt für den vorgelegten hypothetischen Performance-Vergleich eines Aktien- und eines Anleihedepots über 30 Jahre (Bl. VIII 843).

(2.1.3.3) Selbst wenn man die vorgenannten Bedenken gegen die Gegenüberstellung oder Hochrechnung von Indizes bzw. hypothetischen Wertpapierdepots ausblenden wollte, vermögen diese jedenfalls die Eignung der Empfehlung des IDW als Grundlage für eine richterliche Schätzung der Nachsteuermarktrisikoprämie nicht zu widerlegen.

Dies gilt schon deshalb, weil sie bei einer Gesamtbetrachtung verschiedener zur Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie erstellter Studien die Empfehlung des IDW oder die empirische Studie Prof. Stehles aus dem Jahr 2004 keinesfalls als „Ausreißer“ nach oben erscheinen lassen. Die von GKK dargestellte Marktrisikoprämie von 1,94% (AV1, Bl. IX 1194) befindet sich durchaus in derselben Größenordnung, wie die von Prof. Stehle auf der Basis des DAX im Untersuchungszeitraum 1955 bis 2003 bei geometrischer Mittelung (dazu unten (2.2)) ermittelte Marktrisikoprämie von 2,76% vor Steuern (Stehle, Wpg 2004, 906, 921). Auch soweit die vorgelegten DAX-REXP-Gegenüberstellungen zu Marktrisikoprämien nahe null oder gar zu einer Überrendite von Renten gegenüber Aktien gelangen, ergeben sich aus ihnen keine entscheidungserheblichen neuen Erkenntnisse. Entsprechende Untersuchungen hat der Senat in seine Gesamtbetrachtung zur Bestätigung der vom IDW empfohlenen Bandbreite bereits einbezogen (dazu oben (2.1.1) (2.1.1.3)).

Angesichts dessen kann auch der vom Antragsteller Ziffer 24) vorgelegte Artikel in der Financial Times Deutschland (FTD) vom 23.09.2011 (Bl. XII 2113) dahinstehen. Die dort in Bezug genommene und unter MHP15 (Bl. XII 2116 ff. dort S. 31 f.) vorgelegte Studie der Deutsche Bank AG (LT Asset Return Study, A Roadmap for the Grey Age) vom 12.09.2011 errechnet zwar für den Zeitraum 1962-2011 für Deutschland eine Überrendite von Aktien gegenüber Anleihen von -0,82% (real) bzw. -0,83% (nominal); damit handelt es sich aber nur um eine weitere empirische Studie, die sich innerhalb der bereits bekannten Bandbreiten hält.

Schließlich kann die Frage aufgeworfen werden, ob die von Seiten der Beschwerdeführer angestellten Plausibilitätsüberlegungen zur Marktrisikoprämie ihrerseits plausibel sind. Geht man davon aus, dass eine Investition in Aktien riskanter ist als eine Investition in Renten, ist bei Unterstellung einer Risikoaversion der Anleger zu erwarten, dass für die Anlage in Aktien eine Risikoprämie eingefordert und entsprechend auch bezahlt wird. Daraus lässt sich zumindest schließen, dass die Marktrisikoprämie größer als null sein sollte. Diese Plausibilitätsüberlegung darf bei allen Auseinandersetzungen über die Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie bei der hier gebotenen Schätzung der künftigen Marktrisikoprämie nicht außen vor bleiben (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2011 zu 21 W 3/11 [juris Rn. 57]). Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass der vom Antragstel-

ler Ziffer 24) vorgelegte Artikel aus der FTD vom 23.09.2011 trotz der Feststellung einer Underperformance von Aktien gegenüber Renten in den vergangenen 50 Jahren mit dem Aufruf an die Anleger endet, als Reaktion auf die Ergebnisse der Untersuchung der Deutschen Bank - nach einer längeren Hausse bei Staatspapieren und einer rund elf Jahre andauernden Baisse bei Aktien - in Aktien zu investieren (Bl. XII 2112).

(2.2) Zwar dürfte die Empfehlung des IDW zur Marktrisikoprämie keine geeignete Grundlage für eine richterliche Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO sein, wenn bei der empirischen Ermittlung der Marktrisikoprämie nur eine geometrische, nicht jedoch eine arithmetische Mittelung zulässig wäre. Dies trifft aber jedenfalls im hier einschlägigen Fall einer Bewertung nach den Vorgaben von IDW S1 Stand 18.10.2005 nicht zu.

(2.2.1) Die Zulässigkeit der arithmetischen Mittelung kommt erhebliche Bedeutung für die Bandbreite zu, in der die Marktrisikoprämie im Rahmen einer richterlichen Schätzung angesiedelt werden kann.

Spezifisch für die Ableitung der historischen Marktrisikoprämie ist die Notwendigkeit, die für die einzelnen Abschnitte (Haltedauern) des Untersuchungszeitraums ermittelten Renditen zu einer „Durchschnittsrendite“ zusammenzufassen (Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 94). Dies kann entweder durch eine arithmetische oder durch eine geometrische Mittelung geschehen. Während das arithmetische Mittel als Quotient aus der Summe aller beobachteten Werte und der Anzahl dieser Werte (n) definiert ist, errechnet sich das geometrische Mittel aus der n -ten Wurzel des Produkts der beobachteten Werte (vgl. dazu Ballwieser, Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 101; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 94 f).

Das obere Ende der Bandbreite der Empfehlung des IDW orientiert sich an empirischen Studien, welche die Marktrisikoprämie mithilfe arithmetischer Mittelung errechnen, das untere Ende dagegen an solchen, die geometrisch mitteln (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1019). Ähnliches zeigt sich bei einer Gesamtbetrachtung verschiedener Studien zur empirischen Ermittlung der Marktrisikoprämie (dazu oben (2.1) (2.1.1) (2.1.1.3)). In der Regel ist der obere Be-

reich der Bandbreiten dieser Studien mit Risikoprämien besetzt, die durch eine arithmetische Mittelung errechnet wurden (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222; Ballwieser, Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 100; (Dimson/Marsh/Staunton, The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, S. 18; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 110).

Wäre die arithmetische Mittelung zur Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie unzulässig, müsste das obere Ende der Bandbreitenbetrachtungen nach unten korrigiert werden, weil dann empirische Studien, die auf einer arithmetischen Mittelung beruhen, nicht mehr einbezogen werden dürften. Dem müsste der Senat im Rahmen seiner Schätzung durch einen niedrigeren Ansatz der Marktrisikoprämie Rechnung tragen.

(2.2.2) Ob bei der empirischen Ermittlung (auch) arithmetisch oder (nur) geometrisch zu mitteln ist, war bislang umstritten (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 231]; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1017 f.; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 107; Ballwieser, Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 101; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 218 f.). Dieser Befund gilt unverändert. Entgegen der Auffassung einiger Beschwerdeführer ist nicht festzustellen, dass sich insoweit inzwischen eine einhellige oder zumindest überwiegende Auffassung gebildet hätte, wonach ausschließlich geometrisch zu mitteln wäre; der Rückgriff auf historische Risikoprämien, die durch arithmetische Mittelung errechnet werden, ist im Rahmen der richterlichen Schätzung der Marktrisikoprämie nach § 287 Abs. 2 ZPO weiterhin zulässig, solange nicht ausschließlich von einem langfristigen Anlagehorizont auszugehen ist.

Entscheidende Bedeutung für die Frage, ob nur geometrisch oder auch arithmetisch zu mitteln ist, kommt der Haltedauer zu, die bei der Berechnung der Renditen unterstellt wird.

Den empirischen Studien, welche die Marktrisikoprämie durch arithmetische Mittelung errechnen, liegen grundsätzlich einjährige Kursintervalle (Halteperioden) zugrunde (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 110). Bei einer arithmetischen Mittelung unter Verwendung

einjähriger Kursintervalle (einperiodische arithmetische Mittelung) können Kurschwankungen zu tendenziell höheren Renditen führen. Der Antragsteller Ziffer 53) hat dies anschaulich am Beispiel eines im Folgejahr wieder ausgeglichenen Kursrückgangs dargestellt: Berechnete man das arithmetische Mittel in diesem Beispiel aus einem zweijährigen Kursintervall, ergäbe sich eine Rendite von Null; das arithmetische Mittel der beiden Ein-Jahres-Intervalle ergäbe dagegen einen höheren Wert (Bl. XI 1968).

Dies steht der Eignung der einperiodischen Mittelung jedoch nicht per se entgegen. Anderes würde nur gelten, wenn die Annahme kurzer Halteperioden unzulässig wäre. Der Antragsteller Ziffer 53) hat dargelegt, dass die arithmetische Mittelung nahezu zum selben Ergebnis führe wie die geometrische Mittelung, wenn sie nicht anhand einjähriger, sondern langfristiger Kursintervalle durchgeführt wird. Eben dies hält er für geboten, weil von einem Anleger mit einem langfristigen Anlagehorizont auszugehen sei, aus dessen Sicht kurzfristige Kursschwankungen keine Rolle spielten (Bl. XI 1968 f.).

Zutreffend ist, dass empirisch ermittelte Marktrisikoprämien umso geringer ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind (Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127 m.w.N.). Prof. Stehle hat sich vor diesem Hintergrund in dem hier unter V6 (Bl. X 1629 ff.) vorgelegten Navigatorgutachten - anders als in seiner Studie aus dem Jahr 2004 zur empirischen Ermittlung der Marktrisikoprämie zum Zweck der Unternehmensbewertung (dazu Stehle, Wpg 2004, 906, 921: arithmetische Mittelung) - für eine geometrische Mittelung (bzw. für eine arithmetische Mittelung über einen Zeitraum von 30 Jahren) ausgesprochen (V6, Bl. X 1631 und 1635), weshalb er für den Zeitraum 1955 bis 2009 eine Überrendite von Aktien gegenüber Anleihen (Risikoprämie) in Höhe von nur 3,07% errechnet hat (vgl. OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 245]). Entscheidend für dieses Vorgehen war allerdings die besondere Aufgabenstellung des Gutachtens: Prof. Stehle sollte prüfen, ob aus historischer Sicht bei der Anlage eines Kapitalbetrages über 20 oder 30 Jahre ohne größere Umschichtungen am Ende ein höheres Ergebnis zu erwarten sei, wenn in deutsche Aktien oder in sehr lang laufende Bundesanleihen investiert wird (V6, Bl. X 1631; OLG Stuttgart, BB 2011, 1522 [juris Rn. 245]). Angesichts dieser Aufgabenstellung war also nicht von einer kurzen Haltedauer - etwa infolge regelmäßiger Verkäufe und Reinvestitionen in Ein- oder

Zweijahreszeiträumen -, sondern nur von einem langfristigen Anlagehorizont auszugehen.

Dies bestätigt, dass es für die Frage, welche Mittelung zur Bestimmung der Markt-
risikoprämie im hier anzuwendenden Bewertungsmodell des IDW S1 Stand
18.10.2005 zulässig ist, wesentlich darauf ankommt, welche Annahmen für die Al-
ternativinvestition zu treffen sind, an der sich die Kapitalisierungszinssätze orientie-
ren sollen (vgl. dazu IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 124 f.). Wäre ausschließlich
von einer Investition mit langfristigem Anlagehorizont auszugehen, könnte man ar-
gumentieren, dass die historische Markt-
risikoprämie nur im Wege der geometri-
schen Mittelung oder einer vergleichbaren arithmetischen Mittelung über einen
entsprechend langen Anlagehorizont errechnet werden dürfte. Sind dagegen auch
Investitionen mit kürzeren Anlagehorizonten, etwa in ein regelmäßig in kürzeren In-
tervallen umgeschichtetes Aktiendepot zu berücksichtigen, lässt sich eine solche
Beschränkung nicht rechtfertigen.

(2.2.3) Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer ist im Rahmen der Alternativin-
vestition - jedenfalls bei der hier einschlägigen Anwendung der Empfehlungen des
IDW S1 Stand 18.10.2005 - nicht zwingend nur von einem langfristigen Anlageho-
rizont auszugehen.

(2.2.3.1) Die Vorgaben des IDW S1 Stand 18.10.2005 gebieten nicht die ausschließliche
Unterstellung eines langfristigen Anlagehorizonts für die Alternativinvestition.

Eine solche Vorgabe lässt sich jedenfalls nicht dem „Äquivalenzprinzip“ entneh-
men. Eine jüngere Veröffentlichung der Antragsteller (Ziffer 49) und 53) spricht sich
zwar dafür aus, bei der Messung der Markt-
risiko ebenso wie bei der Festlegung
des Basiszinssatzes von Wertpapieren mit langen Laufzeiten auszugehen, be-
schränkt sich zur Begründung hierfür - trotz der Feststellung, dass dies bislang von
keiner in der Praxis der Unternehmensbewertung herangezogenen Studien beach-
tet werde - auf die pauschale Behauptung, dass ansonsten Markt-
risiko- und Lauf-
zeiteffekte miteinander vermischt würden (Knoll/Wenger, BewP 2011, 18, 19).

Soweit IDW S1 Stand 18.10.2005 in Rn. 127 Satz 1 das Gebot der Laufzeitäquiva-
lenz aufstellt, ist indessen lediglich der den landesüblichen Zinssatz für eine (qua-
si) risikofreie Kapitalmarktanlage repräsentierende Basiszinssatz angesprochen;

wird ein Unternehmen mit zeitlich unbegrenzter Lebensdauer bewertet, soll insoweit grundsätzlich die Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand herangezogen werden. Daraus ist jedoch nicht zwingend abzuleiten, dass bei der Bemessung der Prämie für das höhere Risiko einer Investition in eine Unternehmensbeteiligung ebenfalls ein langfristiger Anlagehorizont zu unterstellen wäre. Die Alternativinvestition in einer Unternehmensbeteiligung wird in Form der Anlage in einem Aktienportfolio dargestellt (IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 125). Eine langfristige Investition in ein Aktienportfolio setzt aber nicht notwendig voraus, dass die einmal erworbenen Aktien für lange Zeit gehalten werden. Langfristig in Aktien investiert auch, wer zwar sein Kapital auf lange Zeit in Aktien anlegt, die in seinem Portfolio gehaltenen Aktien aber regelmäßig umschichtet.

Vor diesem Hintergrund vermag auch die Überlegung nicht zu überzeugen, ein langfristiger Anlagehorizont sei geboten, weil die im Phasenmodell entscheidende Phase der ewigen Rente auf Dauer angelegt sei. Der Versuch einer Ableitung aus der zeitlichen Perspektive dieser Phase erscheint schon deshalb verfehlt, weil er die Verwendung unterschiedlicher Marktrisikoprämien in der Phase der ewigen Rente und in der Detailplanungsphase nahe legt; herkömmlich wird indessen in beiden Phasen mit einer einheitlichen Marktrisikoprämie gerechnet.

(2.2.3.2) Auch im Übrigen ist die Unterstellung eines langfristigen Anlagehorizonts für die Alternativanlage keineswegs zwingend.

Lässt sich aus den Vorgaben des IDW S1 Stand 18.10.2005 nicht unmittelbar die Notwendigkeit der Unterstellung eines nur langfristigen Anlagehorizonts ableiten, ist zu überlegen, ob eine solche Annahme im Rahmen der Typisierung geboten ist. Dies ist jedoch im Ergebnis ebenfalls zu verneinen. Zwar ist bei der Bemessung der Rendite der Alternativanlage in gleicher Weise wie bei der Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern (dazu Paulsen in Münchener Kommentar, AktG, 3. Aufl., § 305 Rn. 101 f.; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 147) auf einen typisierten inländischen Privatanleger abzustellen (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 41). Dies zwingt aber nicht zur ausschließlichen Unterstellung eines langfristigen Anlagehorizonts.

Entgegen der pauschalen Behauptung einzelner Beschwerdeführer ist nicht ersichtlich, dass ein notwendig langfristiger Anlagehorizont bei Privatanlegern empi-

risch nachgewiesen wäre; zur Schätzung einer typisierten Haltedauer fehlen für den deutschen Kapitalmarkt derzeit hinreichende empirische Erkenntnisse (vgl. Wagner/Saur/Willershausen, Wpg 2008, 731, 736).

Für ihre Behauptung führen die Beschwerdeführer dementsprechend im Wesentlichen Erfahrungssätze an, die weder belegt sind noch sonst als gesichert gelten können. Dies gilt insbesondere für die Behauptung, Privatanleger interessierten sich typischer Weise nur für Risiken und Erträge über längere Zeiträume hinweg. Dies mag - insbesondere in Zeiten volatiler Kurse - für Privatanleger eine sinnvolle Anlagestrategie sein, kann aber nicht als einzig vernünftige oder den Typus des Privatanlegers prägende Anlagestrategie angesehen werden. Privatanleger investieren in Aktien nicht nur mit einer buy-and-hold-Strategie zum Zweck der Altersvorsorge. Gerade bei volatilen Kursen mögen risikofreudigere Privatanleger steigende Kurse zu kurzfristigen Umschichtungen ihres Aktienportfolios nutzen, um Kursgewinne zu realisieren. Zu kurzfristigen Umschichtungen kann es bei Privatanlegern zudem durch stop-loss-Mechanismen kommen, die gerade bei volatilen Kursen in kurzer Folge zu Desinvestitionen und Reinvestitionen führen. Dem stehen die mit Umschichtungen verbundenen Transaktionskosten nicht entscheidend entgegen. Zum einen können diese je nach Händler unterschiedlich ausgestaltet oder bei den Gewinnerwartungen des Anlegers bereits eingerechnet sein; zum anderen ist zu bedenken, dass das CAPM im Rahmen der notwendigen Vereinfachungen im Zuge der Modellbildung die Existenz von Transaktionskosten insgesamt ausblendet (vgl. dazu oben (1) (1.3) (1.3.3)).

Auch die an den steuerrechtlichen Rahmenbedingungen anknüpfenden Einwendungen der Beschwerdeführer dringen nicht durch.

Zunächst lässt sich nicht einwenden, dass ein kurzfristiger Anlagehorizont im Widerspruch zu den Grundannahmen des Tax-CAPM stünde, weil die Realisierung von Kursgewinnen bei kurzen Haltedauern nach dem im Bewertungsstichtag geltenden Steuerrecht steuerbar war. Nach §§ 22 Nr. 2, 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 Satz 1 EStG in der Fassung bis 17.08.2007 steuerbar waren nur Kursgewinne aus der Veräußerung von Aktien, deren Haltedauer weniger als ein Jahr betrug. Im Übrigen schließt die vormals ausnahmsweise Steuerbarkeit kurzfristig realisierter Kursgewinne die Sinnhaftigkeit der grundsätzlichen Differenzierung der steuerrechtlichen

Behandlung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen im Halbeinkünfteverfahren nicht aus (dazu oben (1) (1.3) (1.3.2)).

Des Weiteren lässt sich die Annahme, Privatanleger investierten typischer Weise nur mit einem langfristigen Anlagehorizont, nicht mit den Überlegungen des FAUB im Zusammenhang mit der Fortschreibung des IDW S1 Stand 02.04.2008 aus Anlass der Einführung der Abgeltungssteuer begründen. Maßgeblich für die Ermittlung des Unternehmenswerts sind hier die Empfehlungen des IDW S1 Stand 18.10.2005 (dazu oben (1) (1.3) (1.3.2)). Zwar hat der FAUB im Zusammenhang mit der Erarbeitung der Empfehlungen des IDW S1 Stand 02.04.2008 angenommen, es „spreche vieles für die typisierende Annahme langer Haltedauern“; diese Annahme beruht aber ersichtlich vor allen Dingen auf einer Prognose der Änderung des Anlegerverhaltens infolge der Einführung der allgemeinen Veräußerungsgewinnbesteuerung durch die Unternehmenssteuerreform 2008 für Anteils-erwerbe ab dem 01.01.2009 (vgl. Wagner/Saur/Willershausen, Wpg 2008, 731, 736).

(2.2.3.3) Vor diesem Hintergrund ist der Senat nicht gehalten, ein Sachverständigengutachten zu der Frage einzuholen, ob die Untersuchungen Prof. Stehles oder andere empirische Studien deshalb zur einer überhöhten Schätzung der Marktrisikoprämie führten, weil in diesen das arithmetische Mittel einperiodischer Anlagezeiträume in die Bestimmung der Marktrisikoprämie einfließe bzw. dass die arithmetische Mittelung „fehlerhaft“ sei. Bei der Frage, ob im Rahmen der richterlichen Schätzung der Marktrisikoprämie im Zuge der fundamentalanalytischen Ermittlung des Verkehrswerts einer Aktie im Spruchverfahren empirische Studien berücksichtigt werden dürfen, welche die historische Marktrisikoprämie durch eine (einperiodische) arithmetische Mittelung errechnen, handelt es sich um eine Rechtsfrage. Dies gilt jedenfalls im Hinblick darauf, dass diese Frage wesentlich danach zu entscheiden ist, welche Vorgaben im Rahmen der notwendigen Typisierung geboten sind.

(2.3) Fehl gehen schließlich die methodischen und verfahrensrechtlichen Angriffe auf die Schätzung der Marktrisikoprämie durch den Senat.

(2.3.1) Zwar beruht die Schätzung des Senats im Ergebnis auf einer Mittelung innerhalb von Bandbreiten, weil sie auf den Mittelwert der Empfehlung des IDW abstellt und diese Empfehlung durch ihre Orientierung im Mittelfeld verschiedener Studien zur

Marktrisikoprämie bestätigt sieht (dazu oben (2.1) (2.1.1)). Dieses Vorgehen ist aber methodisch nicht zu beanstanden.

Zu Unrecht rügen einzelne Beschwerdeführer zunächst den fehlenden Bezug der vorgenannten empirischen Studien zum Unternehmen der K bzw. deren Alter oder ihre Heterogenität. Da die Marktrisikoprämie die Überrendite einer Anlage in Aktien gegenüber einer Anlage in Renten im Allgemeinen zum Ausdruck bringen soll, stellt sie im Modell des CAPM einen vom individuellen Bewertungsobjekt grundsätzlich unabhängigen Parameter dar; die Besonderheiten des Bewertungsobjekts werden im Rahmen des Betafaktors (dazu unten (3)) berücksichtigt. Dass eine Gesamtbetrachtung der wirtschaftswissenschaftlichen Auseinandersetzung auch ältere empirische Untersuchungen einbezieht, erklärt sich aus der vergleichsweise geringen Zahl von Studien; wer sich in dieser Situation auf neuere Studien beschränken würde, liefe Gefahr, den wirtschaftswissenschaftlichen Meinungsstand nur unzureichend zu erfassen. Das Alter der Studien wirkt sich im Übrigen im Wesentlichen auf den jeweils zugrunde liegenden Untersuchungszeitraum aus; hier ist eine Unterscheidung von „richtigen“ und „falschen“ Annahmen indessen grundsätzlich nicht möglich (dazu oben (2.1) (2.1.2) (2.1.2.3)). Schließlich vermag vor diesem Hintergrund auch die Kritik an der Heterogenität der Studien nicht zu überzeugen. Zwar verkennt der Senat nicht, dass sich die unterschiedlichen Annahmen der in die Gesamtbetrachtung einbezogenen Studien zum Untersuchungszeitraum oder hinsichtlich der Quelle für die Ermittlung der Renditen (z.B. DAX oder CDAX) auf die Untersuchungsergebnisse auswirken können. Die Berücksichtigung von Studien mit unterschiedlichen Annahmen ist aber die notwendige Konsequenz des Umstandes, dass sich die Annahmen für eine empirische Ermittlung der Marktrisikoprämie regelmäßig nicht anhand der Kategorien „richtig“ oder „falsch“ beurteilen lassen.

Soweit Beschwerdeführer (vgl. dazu auch die jüngste Veröffentlichung des Vertreters des Antragstellers Ziffer 24): Lochner, AG 2011, 692, 696) darauf verweisen, dass im Schrifttum (Stilz in Festschrift Goette, 2011, 529, 534) Bedenken gegen die Verwendung von Mittelwerten geäußert werden, verkennen sie die eigentliche Aussage der zitierten Fundstelle. Danach lässt sich das Problem, dass bei methodisch korrekter Anwendung und unter Einsatz vertretbarer Prognosen im Ertragswertverfahren unterschiedliche Unternehmenswerte errechnet werden können,

nicht durch eine Mittelung lösen, weil deren Ergebnis wiederum von der Bestimmung der zulässigen Bandbreite abhängt. Damit ist lediglich die Selbstverständlichkeit festgestellt, dass sich der Verkehrswert einer Aktie nicht durch die schlichte Mittelung der im konkreten Fall denkbaren Extremwerte errechnen lässt. Soweit darüber hinaus in der zitierten Fundstelle eine Mittelung von Ergebnissen, die auf grundsätzlich verschiedenen Berechnungsmodellen beruhen, als „kaum vertretbar“ bezeichnet wird, wird die Mittelung innerhalb einer Bandbreite ebenfalls nicht per se verworfen. Stattdessen wird damit nur zum Ausdruck gebracht, dass allein das Abstellen auf die rechnerische Mitte zweier Werte kein „richtiges“ Ergebnis garantiert. Entscheidend ist vielmehr die zwar methodensaubere, aber den Verfahrensaufwand nicht über ein vertretbares Maß hinaus steigernde richterliche Schätzung auf der Grundlage von § 287 ZPO; dabei darf das Gericht zwar nicht ohne greifbare Anhaltspunkte frei in der Luft hängende Spekulationen anstellen, aber auf alle anerkannten Methoden als Grundlage für seine Schätzung zurück greifen (Stilz in Festschrift Goette, 2011, 529, 540 mit Verweis auf BVerfGE 100, 289 [juris Rn. 61]). Für die Bestimmung der Marktrisikoprämie im Spruchverfahren folgt daraus, dass angesichts eines in der Wirtschaftswissenschaft bislang unentschiedenen Meinungsstreits über die empirische Ermittlung der Marktrisikoprämie jedenfalls die Orientierung an der vom IDW empfohlenen Bandbreite als anerkannten Expertenauffassung (dazu oben (2.1.1) (2.1.1.2)) zulässig ist.

- (2.3.2) Zu Unrecht meinen einzelne Beschwerdeführer, der Senat dürfe die Marktrisikoprämie nur schätzen, wenn er zuvor alle empirischen Studien, auf die er sich dabei stütze, in das Verfahren eingeführt und auf ihre Richtigkeit hin überprüft bzw. die für die tätigen Wirtschaftsprüfer in einem Termin zur mündlichen Verhandlung dazu angehört oder gar einen Sachverständigen bestellt habe (vgl. dazu die Veröffentlichung des Vertreters des Antragstellers Ziffer 24): Lochner, AG 2011, 692).

Die Beschwerdeführer verkennen, dass der Senat seine Schätzung der Marktrisikoprämie nicht auf einzelne empirische Studien stützt, sondern auf eine anerkannte Expertenauffassung (vgl. hierzu bereits oben unter (1.3.2)) in Gestalt der Empfehlung des IDW. Demgegenüber können die Beschwerdeführer nicht geltend machen, dem Senat obliege die Ermittlung der Umstände, die zur Bildung dieser Expertenauffassung geführt haben. Auf die Umstände der Entstehung einer anerkannten Expertenauffassung kommt es grundsätzlich nicht an. Zwar darf der Senat

seiner Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO keine offenbar falsche Auffassung zugrunde legen; die Richtigkeit der Empfehlung des IDW ist hier aber nur zu prüfen, soweit anhand konkreter Tatsachen Fehler aufgezeigt werden, die sich auf die Entscheidung auswirken können (vgl. BGH, NJW 2011, 1947 [juris Rn. 17]). Soweit die Beschwerdeführer konkrete Einwendungen gegen die Empfehlung des IDW zur Marktrisikoprämie erhoben haben, hat sich der Senat indessen mit diesen auseinandergesetzt und sie im Ergebnis aus rechtlichen Erwägungen verworfen (dazu oben (2.1) und (2.2)).

Aus dem Umstand, dass sich der Senat im Rahmen seiner Schätzung der Marktrisikoprämie auch auf empirische Studien beruft, ergibt sich nichts Anderes. Der Senat zieht empirische Studien lediglich zur Bestätigung der Empfehlung des IDW heran. Dabei ist im Übrigen zu berücksichtigen, dass der Senat nicht auf die Ergebnisse einer einzelnen empirischen Studie abstellt, was unter Umständen einer näheren Begründung bedürfte, sondern eine Gesamtbetrachtung verschiedener Auffassungen vornimmt, wobei er insbesondere auch die von Seiten der Beschwerdeführer angeführten Studien mit einbezieht.

Erst recht besteht kein Anlass, die Richtigkeit der Empfehlung des IDW bzw. der ihr zugrunde liegenden oder zu ihrer Bestätigung herangezogenen empirischen Untersuchungen durch einen Sachverständigen überprüfen zu lassen. Dies gilt auch insoweit, als der Senat von Seiten der Beschwerdeführer konkret vorgebrachte Einwendungen gegen die Empfehlung des IDW bzw. gegen bestimmte empirische Studien verworfen hat (dazu oben (2.1) und (2.2)). Die Verwerfung der Einwendungen durch den Senat beruht nicht auf tatsächlichen, sondern auf rechtlichen Überlegungen, die im Übrigen seit längerem Gegenstand von Diskussionen in der Fachöffentlichkeit und regelmäßig Gegenstand von Spruchverfahren sind. Zudem ist zu bedenken, dass die im Unternehmenswertgutachten angesetzte Marktrisikoprämie von der gerichtlich bestellten Prüferin ausdrücklich für sachgerecht und angemessen befunden wurde (PB S. 21).

Die Forderung der Beschwerdeführer, im Rahmen der Bestimmung der Marktrisikoprämie einen Sachverständigen zu bestellen, verkennt schließlich, dass ein im Rahmen dieses Verfahrens bestellter Sachverständiger nicht in der Lage sein wird, diejenigen Fragen abschließend und zweifelsfrei zu klären, die seit Jahren Gegenstand einer bislang nicht abgeschlossenen intensiven Auseinandersetzung inner-

halb der Wirtschaftswissenschaften sind. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion nicht abgeschlossen ist, kann die Marktrisikoprämie nur durch eine stets mit Zweifeln behaftete Schätzung ermittelt, ihre Höhe aber nicht abschließend bestimmt werden (vgl. OLG Frankfurt, NZG 2011, 990 [juris Rn. 40]); dies belegt ein Blick auf Verfahren, in denen gerichtlich bestellte Sachverständige unter anderem mit der Bestimmung der Marktrisikoprämie befasst waren (vgl. KG, AG 2011, 627 [juris Rn. 28]). Nicht zuletzt ist zu bedenken, dass Aufgabe dieses Spruchverfahrens nicht die abstrakte Überprüfung der Tauglichkeit wirtschaftswissenschaftlicher Modelle ist, sondern zeitnah über die Angemessenheit der Abfindung zu bestimmen (vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 49] m.w.N.).

- (2.3.3) Der Senat ist nicht gehalten, dieses Verfahren zur Bestimmung der Höhe der Marktrisikoprämie nach § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorzulegen. Die Auslegung bundesrechtlicher Vorschriften durch den Senat im Zusammenhang mit der Bestimmung der Marktrisikoprämie weicht nicht in entscheidungserheblicher Weise von einer Entscheidung des Bundesgerichtshofs oder eines anderen Oberlandesgerichts ab; im Gegenteil steht die Auffassung des Senats in diesem Zusammenhang im Einklang mit der Rechtsprechung anderer Oberlandesgerichte, die unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens Marktrisikoprämien bis zu 6,0% annehmen (vgl. Oberlandesgericht Frankfurt, Beschluss vom 02.05.2011 zu 21 W 3/11 [juris Rn. 57]; Kammergericht, AG 2009, 199 [juris Rn. 46]; OLG Celle, AG 2007, 865 [juris Rn. 31]; OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 [juris Rn. 36]; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07.05.2008 zu 26 W 16/06 [juris Rn. 19]; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 31.03.2006 zu 26 W 5/06 [juris Rn. 49]; Paulsen in Münchener Kommentar, AktG, 3. Aufl., § 305 Rn. 131).
- (3) Der Betafaktor ist entgegen der Auffassung des Landgerichts ebenfalls entsprechend dem Unternehmenswertgutachten der anzusetzen. Der - an die für die einzelnen Perioden geplanten Verschuldungsgrade jeweils anzupassende - Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens beträgt demnach 1,1.
- (3.1) Während die Marktrisikoprämie die dem höheren Risiko einer Investition in ein Unternehmen allgemein Rechnung tragende Überrendite von Aktien gegenüber Renten abbildet, dient der Betafaktor im Rahmen der Bemessung des Risikozuschlags der Berücksichtigung des individuellen Risikos des zu bewertenden Unternehmens

(vgl. Riegger in Kölner Kommentar, SpruchG, Anh § 11 Rn. 21; Simon/Leverkus in SpruchG, Anh § 11 Rn. 129; Spremann, Valuation, S. 133; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 728). Geht man davon aus, dass am Kapitalmarkt Kursschwankungen die Existenz von Risiken indizieren, kann auf das unternehmensindividuelle Risiko im Verhältnis zum allgemeinen Risiko der Investition in Unternehmen aus der relativen Kursschwankung einer Aktie im Vergleich zur Gesamtheit des Marktportfolios geschlossen werden (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 729).

(3.2) Die Betrachtung der historischen Kursschwankungen der eigenen Aktie der K im Vergleich zur Entwicklung des Marktportfolios ist hier jedoch zur Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos der K im Zuge der Ermittlung des Risikozuschlags ungeeignet.

(3.2.1) Dahinstehen kann, ob die vom Antragsteller Ziffer 49) aufgrund der historischen Renditen der Aktie der K in einem Einjahreszeitraum errechneten Betafaktoren statistisch hinreichend signifikant sind.

Dies gilt für den von ihm bereits im ersten Rechtszug auf der Grundlage eine einjährigen Messperiode vor dem Bewertungsstichtag schon deshalb, weil wesentlicher Bestandteil dieser Messperiode der Zeitraum zwischen der Bekanntgabe der beabsichtigten Maßnahmen am 15.12.2006 und dem Bewertungsstichtag ist, der nach der vom Bundesgerichtshof bestätigten (BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 23] „Stollwerck“) Auffassung des Senats im Wesentlichen durch Abfindungserwartungen beeinflusst wird (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 238 ff.]).

Nichts Anderes gilt im Ergebnis - aus nachfolgend noch auszuführenden Gründen - für den von ihm nach dem Beschluss des Senats vom 18.12.2009 auf der Grundlage einer einjährigen Messperiode vor dem 15.12.2006 ermittelten Betafaktor. Dahinstehen kann vor diesem Hintergrund, aus welchen - im Verfahren nicht im Einzelnen mitgeteilten - Umständen der Antragsteller Ziffer 49) die von ihm behauptete „hohe Signifikanz“ ableitet.

Zwar räumen die Antragsteller, welche sich gegen die Auffassung des Senats wenden, historisch ermittelte Betafaktoren mit geringer statistischen Signifikanz seien für die Prognose zukünftiger Betafaktoren in Zweifel ziehen, ein, dass diese

Auffassung „einer unter Wirtschaftsprüfern weit verbreiteten [...] These“ entsprechen. Damit gestehen sie zu, dass es sich um eine anerkannte Auffassung handeln dürfte. Sie halten diese Auffassung aber für unzutreffend. Da es auf die Richtigkeit dieser Auffassung hier im Ergebnis nicht ankommt, ist der Senat indessen jedenfalls nicht gehalten, die pauschal zum Beweis der Fehlerhaftigkeit seiner Interpretation grundlegender statistischer Zusammenhänge und ihm unterlaufener methodischer Fehler beantragten Sachverständigengutachten einzuholen.

(3.2.2) Der aus den eigenen historischen Renditen der K-Aktie errechnete Betafaktor erweist sich schon aus anderen Gründen für die Schätzung des Betafaktors als ungeeignet.

(3.2.2.1) Bereits im Unternehmenswertgutachten ist ausgeführt, dass die Errechnung von Betafaktoren für unterschiedliche Intervalllängen (monatlich, wöchentlich, täglich) und Berechnungszeiträume (1 Jahr, 3 Jahre und 5 Jahre) sowie mit unterschiedlichen Indizes zur Abbildung des Marktportfolios (CDAX, DAX und MSCI-World) zu keinen brauchbaren Erkenntnissen geführt habe (GB S. 74). Die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin hat dies grundsätzlich bestätigt (PB S. 22). Die Antragsgegnerin hat dies im Verfahren näher erläutert und dargestellt (Bl. VI 289 ff.), dass der eigene historisch ermittelte Betafaktor der K erst nach dem 27.10.2006 einen positiven Wert annimmt, zuvor aber negativ ist (Bl. VI 291). Ein negativer Betafaktor mag zwar statistisch erklärbar sein; ein Betafaktor von -1,0 lässt sich etwa dahin interpretieren, dass sich die Aktie genau gegenläufig zum Marktportfolio verhält. Er belegt aber, dass die historischen Renditen der Aktie bei der gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung nicht zur Schätzung des künftigen individuellen Risikos des Unternehmens im Verhältnis zum Marktportfolio geeignet ist. Dass sich eine Aktie gegenläufig zum Marktportfolio verhält, bedeutet nämlich nicht, dass das Risiko der Investition in dieses Unternehmen geringer wäre als eine vollständig diversifizierte Investition in das Marktportfolio oder gar als eine Anlage in quasi risikofreien (deutschen) Staatsanleihen. Zu eben diesem Ergebnis käme man indessen, wenn man den Risikozuschlag anhand eines negativen Betafaktors errechnete; der Risikozuschlag wandelte sich dann in einen Risikoabschlag.

(3.2.2.2) Im Übrigen erscheint die Aussagekraft des anhand historischer Renditen der Aktie der K errechneten Betafaktors auch angesichts der geringen Liquidität der Aktie der K ungeeignet.

Eine geringe Liquidität der Aktie beeinträchtigt die Aussagekraft historisch ermittelter Betafaktoren (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 138; Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betafaktoren: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 115 ff.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 325; ähnlich Stock, Zur Relevanz von CAPM-Anomalien für den deutschen Aktienmarkt, S. 66). Entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller ist nicht ersichtlich, warum dies bei der Abfindung von Minderheitsaktionären unbeachtlich sein sollte. Allein der Umstand, dass der Mehrheitsaktionär durch seine Aktienankäufe den Streubesitz reduziert hat und die verbleibenden Minderheitsaktionäre an ihrer Investition offenbar - vorerst - festhalten wollen, vermag Zweifel an der Aussagekraft der Kursentwicklung auf einem nicht liquiden Markt nicht zu beseitigen. Nach der von Antragstellerseite im Tatsächlichen nicht in Frage gestellten Darstellung im Unternehmenswertgutachten wurden im Zeitraum vom 21.07.2005 bis zum 20.07.2006 an der Mehrzahl der Handelstage weniger als 800 der 4.472.341 Aktien der K gehandelt (GB S. 83). Dies entspricht nur rund 0,018% des Gesamtaktienbestandes; selbst in Relation zu dem bis dahin - jenseits des Aktienpakets der Kreissparkasse Biberach von 1.884.479 Aktien - noch vergleichsweise großen Streubesitz entspricht dies nur 0,031%; in Fällen mit vergleichbar geringen Handelsumsätzen im Vergleich zum Streubesitz hat der Senat die Aussagekraft historischer Renditen zur Schätzung des künftigen Betafaktors bereits verneint (vgl. OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 167]). Lediglich um die Hauptversammlung 2006 war ein stärkerer Handel zu verzeichnen (GB S. 82 f.). Vom 21.07.2006 bis zur Veröffentlichung des Pflichtangebots am 10.08.2006 stieg das Handelsvolumen zwar vorübergehend auf durchschnittlich 5.300 Aktien pro Tag an, anschließend ging der Handel aber wieder deutlich zurück (GB S. 83).

Dahinstehen kann demgegenüber, ob der empirische Befund in der Studie von Brühle/Erhardt/Nowak, ZfB 2008, 455, 470 ff. statistisch stabil und derzeit nicht durch andere empirische Untersuchungen widerlegt ist. Auf die Kritik an der vorgenannten Studie (beispielsweise Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn.

130) hat der Senat bereits in seinem Beschluss vom 18.12.2009 (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 255]) hingewiesen. Die auf rein statistischen Feststellungen beruhende Untersuchung vermag jedenfalls nicht zu erklären, warum die Investition in ein beherrschtes Unternehmen geringere Risiken aufweisen sollte (vgl. dazu OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 255] m.w.N.; zustimmend OLG Frankfurt, Der Konzern 2011, 47 [juris Rn. 51]).

Erst recht kann den Bedenken des Senats ob der geringen Liquidität der Aktie der K nicht entgegen gehalten werden, dass jede Aktie einen vom Umfang des Aktienpakets ihres Inhabers unabhängigen, einheitlichen „wahren Wert“ habe (dazu oben 1. a) bb) (1) (1.1) (1.1.1)).

(3.2.3) In jedem Fall vermag ein Betafaktor von 0,613 oder weniger das unternehmensspezifische Risiko der K nicht angemessen widerzuspiegeln; bei Ansatz eines Betafaktors von 0,613 und einer Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern errechnete sich lediglich ein Risikozuschlag von 3,375%. Ein solcher Risikozuschlag trüge den spezifischen Risikofaktoren des Unternehmens der K im Verhältnis zum Marktportfolio nicht hinreichend Rechnung.

(3.2.3.1) Entsprechend der von der gerichtlich bestellten Vertragsprüferin gebilligten (PB S. 22) Feststellung im Unternehmenswertgutachten (GB S. 76) ist vielmehr anzunehmen, dass das operative Risiko der K bei Ausblendung des Kapitalstrukturrisikos - also trotz ihres vergleichsweise geringen Verschuldungsgrades - über dem Durchschnitt des Marktportfolios zu verorten ist.

Das Unternehmen der K ist vor allen Dingen nicht hinreichend diversifiziert. Das Risiko des Unternehmens wird im Wesentlichen vom Geschäftsfeld Pistenbully bestimmt, dessen Umsatzanteil derzeit mehr als 90% beträgt. Das weitere Segment Beach Tech vermag angesichts seiner geringen Ausgangsgröße trotz hoher Zuwachsraten auf absehbare Zeit keine auch nur annähernd gleichwertige Bedeutung zu erlangen (dazu oben b) aa) (1) (1.2) (1.2.2)). Zwar handelt es sich bei dem Segment Pistenbully nicht um ein einzelnes Produkt, sondern um eine Produktgruppe. Zu bedenken ist aber, dass Chancen und Risiken der Einzelprodukte innerhalb dieses Segments angesichts der Identität der Nachfrager (Skigebiete) und der Risiken (Schneesicherheit, Investitionsneigung der Skigebietsbetreiber) im Wesentlichen identisch sind. Zwar trifft es zu, dass auch Großunternehmen ver-

gleichbare Abhängigkeiten von einem Produkt bzw. einer Produktgruppe aufweisen, etwa nicht diversifiziert tätige Automobilhersteller wie BMW oder Porsche. Bei der Betrachtung des unternehmensspezifischen Risikos ist aber zu bedenken, dass die Absatzmärkte für Sportwagen und andere Automobile grundsätzlich größer sind als diejenigen für Pistenfahrzeuge. Demgegenüber kann nicht eingewandt werden, dass auch Ein-Produkt-Unternehmen geringe Betafaktoren aufweisen könnten; allein statistisch korrekt errechnete Betafaktoren gewährleisten noch nicht notwendig eine angemessene Bildung des Risikozuschlags (dazu oben (3.2.2)). Im Ausgangspunkt zu Recht weist die Antragsgegnerin außerdem darauf hin, dass die K „Luxusgüter“ herstellt. Daran trifft zu, dass der Wintersport, dessen Umsätze die Erträge der Skigebietsbetreiber und damit die Investitionsneigung der Abnehmer der Produkte der K bestimmen, einen Luxusbedarf befriedigt. Eine Reduzierung der Mittel, die für den Konsum zur Verfügung stehen, wird sich deshalb auf den künftigen Absatzerfolg der K grundsätzlich stärker auswirken als auf solche Unternehmen des Marktportfolios, deren Produkte einen Grundbedarf abdecken.

Zu bedenken ist in diesem Zusammenhang auch das Marktumfeld der K, das der für als Vertragsprüfer tätige, vom Landgericht im Termin zur mündlichen Verhandlung am 12.02.2008 als sachverständiger Prüfer gehörte Wirtschaftsprüfer überzeugend als reifen Markt eingeschätzt hat, der durch aggressive, auf Preiswettbewerb setzende Wettbewerber gekennzeichnet ist (Bl. VI 313). Dieser Umstand beschränkt angesichts der ohnehin schon bestehenden Marktführerschaft nicht nur die Wachstumsmöglichkeiten des Unternehmens, sondern erhöht auch das Risiko, dass die geplanten Umsätze und Erträge tatsächlich realisiert werden können. Dem lässt sich nicht entgegen halten, dass es der K in den letzten Jahren tendenziell gelungen sein soll, ihren ohnehin hohen Marktanteil bei Pistenraupen noch auszuweiten. Zum einen spricht das Stichtagprinzip grundsätzlich gegen eine Berücksichtigung der Entwicklung nach dem Bewertungsstichtag, zum anderen lagen jedenfalls die Umsätze und Ergebnisse in den Jahren 2006/2007 und 2007/2008 unter den Prognosen der Unternehmensplanung (dazu oben b) aa) (1) (1.1) (1.1.3)). Fehl geht vor diesem Hintergrund auch der Einwand, der Senat habe die „kontinuierlich positivere Entwicklung“ und die Marktführerschaft der K bei seiner Risikoanalyse im Beschluss vom 18.12.2009 (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 260 ff.]) nicht berücksichtigt.

Entscheidend für ein erhöhtes operatives Risiko der K spricht schließlich die Wetterabhängigkeit ihrer unternehmerischen Tätigkeit. Der Investitionsbedarf und die Investitionsmöglichkeiten der Betreiber von Skigebieten bestimmen sich wesentlich danach, ob die Winter schneereich oder schneearm ausfallen (dazu näher oben b) aa) (1) (1.1)). Dass die Ertragsprognosen des Unternehmens tatsächlich eintreffen, hängt vor diesem Hintergrund wesentlich davon ab, dass in den einzelnen Jahren zumindest die den Prognosen zugrunde gelegte Schneesicherheit gewährleistet ist. Eine gewisse Wetterabhängigkeit zeichnet zwar auch andere Unternehmen aus, die Bestandteil des Marktportfolios sind, etwa Bauunternehmen, die Landwirtschaft oder den Tourismusbereich; sie kann aber für den Durchschnitt des Marktportfolios nicht festgestellt werden. In diesem Zusammenhang ist auch die Gefahr eines Klimawandels bzw. einer globalen Erwärmung zu berücksichtigen. Wenn gleich weder zum Bewertungsstichtag noch heute mit hinreichender Sicherheit vorhergesagt werden kann, bis wann ein Temperaturanstieg um durchschnittlich 1°, 2° oder 4°C eintreten wird (dazu oben b) aa) (1) (1.2)), liegt dennoch gerade in dieser Unsicherheit ein Risiko, das den künftigen Unternehmenserfolg der K im Unterschied zum Durchschnitt des Marktportfolios wesentlich bestimmt. Dementsprechend haben die für die als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfer bei ihrer Vernehmung durch das Landgericht klargestellt, dass der Klimawandel zwar nicht durch Annahme eines künftigen Umsatzeinbruchs („worst-case-Szenario“), aber auf angemessene Weise bei der Bewertung berücksichtigt werden müsse (Bl. VI 316). Fehl geht demgegenüber der Einwand, dass keine Studie der empirischen Kapitalmarktforschung eine hohe positive Korrelation zwischen schneereichen Wintern und der Entwicklung großer Börsenindizes ausweise. Dies belegt gerade die Feststellung des Senats, dass es sich dabei um ein außergewöhnliches, das individuelle Unternehmen der K charakterisierendes Risiko handelt.

(3.2.3.2) Der Berücksichtigung der vorgenannten Risikofaktoren kann an dieser Stelle nicht entgegen gehalten werden, ihnen sei bereits bei der Prognose der künftigen Erträge Rechnung getragen worden. Zwar schiene es nicht vertretbar, dasselbe Risiko sowohl durch einen Abschlag bei der Prognose der künftigen Erträge als auch durch einen Zuschlag beim Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart, DB 2003, 2429 [juris Rn. 38]). Die Unternehmensplanung, die den Ertragsprognosen zugrunde liegt, wurde aber nicht um Abschläge für die vorgenannten Risikofaktoren gekürzt. Sie vermied lediglich, die Ertragsprognosen auf Ext-

remwerte der Vergangenheit aufzusetzen und entschied sich stattdessen für darunter liegende Ausgangswerte. Dementsprechend wurde bei der Planung der künftigen Umsatzerlöse beispielsweise nicht das besonders schneereiche Jahr 2005/2006 zugrunde gelegt, sondern auf einem etwas geringeren Niveau aufgesetzt, um von normalen Umsatzerlösen auszugehen. Dies ist indessen nicht zu beanstanden. Zwar ist nicht unter Beachtung des Vorsichtsprinzips zu planen, man darf aber von mittleren Erwartungen ausgehen (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 299; vgl. dazu auch oben 1. a) bb) (1) (1.2) (1.2.2)); das Risiko, dass der danach geplante Wert tatsächlich erreicht wird, kann dann allerdings in den Kapitalisierungszinssatz Eingang finden.

(3.2.3.3) Ebenso wenig dringt der Einwand durch, der Senat berücksichtige lediglich Risiken und verkenne die spezifischen Chancen des Unternehmens der K. Mit den besonderen Chancen der Marktführerschaft hat sich der Senat im Rahmen der Bewertung der Risiken des Marktumfelds auseinandergesetzt. Die Chance der durch die geringe Verschuldung guten Kapitalstruktur ist bei der Bewertung der operativen Risiken nicht zu berücksichtigen. Das bedeutet allerdings nicht, dass dieser Umstand zulasten der Minderheitsaktionäre ignoriert würde; ihm wurde im Unternehmenswertgutachten in methodisch zulässiger Weise durch ein sogenanntes Relevieren des nur das operative Risiko zum Ausdruck bringenden unverschuldeten Betafaktors entsprechend den künftig geplanten Verschuldungsgraden Rechnung getragen (GB S. 78; dazu unten (3.5)).

(3.3) Entgegen der Auffassung der Antragsteller lässt sich das unternehmensspezifische Risiko der K anhand einer peer group von Vergleichsunternehmen ermitteln.

(3.3.1) Die im Unternehmenswertgutachten (GB S. 75 f.) gebildete peer group ist grundsätzlich nicht zu beanstanden.

Zwar kann die peer group nicht aus den unmittelbaren Wettbewerbern der K gebildet werden, da diese nicht börsennotiert sind. Im Unternehmenswertgutachten wurden aber die Betafaktoren börsennotierter Hersteller von Nutzfahrzeugen und Spezialmaschinen untersucht (GB S. 75 f.). Zu den fünf untersuchten Vergleichsunternehmen zählen der Hersteller von Kränen, Bergbau- und Straßenbaumaschinen sowie sonstigen Nutzfahrzeugen Terex Corp. (USA), die Schneemobile (Umsatzanteil 14-16%) sowie andere Geländefahrzeuge und Motorräder herstellende

Polaris Industries Inc. (USA), der weltweit führende Hersteller von Landtechnikprodukten Deere & Company (USA) sowie die japanischen Unternehmen Kato Works Co Ltd. (Hersteller von mobilen Kränen und Baggern, Bohrmaschinen, Schneepflügen und Straßenreinigungsmaschinen) und Kyokuto Kaihatsu Kogyo Co. (Hersteller von Zementmischmaschinen, Müllwagen, Tanklastwagen und anderen Spezial-Lkw).

Dabei wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass die Vergleichsunternehmen einen höheren Verschuldungsgrad aufweisen als die K, indem die Vergleichsbetrachtung auf das operative Risiko beschränkt wurde. Dazu wurden die historisch ermittelten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen um das Kapitalstrukturrisiko (vgl. dazu OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 272]) bereinigt und jeweils der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens (unverschuldeter Betafaktor) errechnet.

- (3.3.2) Die Einwendungen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters gegenüber der Bildung der peer group im Unternehmenswertgutachten greifen nicht durch.

Entgegen der pauschalen Behauptung einiger Antragsteller ist die Zusammenstellung der Vergleichsunternehmen durch nicht als willkürlich zu beanstanden. Vielmehr repräsentieren die Vergleichsunternehmen als spezialisierte Nutzfahrzeug- und Maschinenhersteller Unternehmen, die mit einer im Vergleich zu K zwar größeren, aber im Vergleich zu anderen Unternehmen ebenfalls nur geringen Diversifizierung auf engen Märkten tätig sind. Dass der Markt für Pistenpräparierfahrzeuge noch enger ist als der Markt für Spezial-Lkw bzw. Bergbau- oder Straßenbaumaschinen, kann der Auswahl von Antragstellerseite ebenso wenig entgegen gehalten werden wie der Umstand, dass der Absatz von Bergbau- oder Straßenbaumaschinen in geringerem Umfang wetterabhängig ist als der Absatz von Pistenfahrzeugen (dazu näher unten (3.3.3)). Vor diesem Hintergrund spielt es auch keine Rolle, dass der in Bezug auf die Wetterabhängigkeit grundsätzlich vergleichbare Bereich der Schneemobile nur rund 15% der Umsätze des Vergleichsunternehmens Polaris Industries Inc. ausmacht. Der unterschiedliche Verschuldungsgrad der Vergleichsunternehmen ist angesichts der Bereinigung des Kapitalstrukturrisikos durch Errechnung jeweils unverschuldeter Betafaktoren (GB S. 75) unerheblich. Fehl geht schließlich der Einwand, die Vergleichsunternehmen

der Peer Group seien im Ausland ansässig bzw. ihre Aktien seien im Ausland notiert. Die Bildung einer peer group mit ausländischen Unternehmen ist in der Rechtsprechung anerkannt (vl. OLG Celle, ZIP 2007, 2025 [juris Rn. 32]; OLG Düsseldorf, WM 2009, 2220 [juris Rn. 120]). Der ausländische Sitz erscheint angesichts der grundsätzlich weltweiten Tätigkeit der K und der Vergleichsunternehmen unerheblich. Entsprechendes gilt im Ergebnis für die ausländische Börsennotierung jedenfalls deshalb, weil die Betafaktoren der Vergleichsunternehmen folgerichtig im Verhältnis zu entsprechenden ausländischen Indizes ermittelt wurden (Bl. V 119).

Durch die von einzelnen Antragstellern vorgelegten Berechnungen aus der Datenbank Bloomberg, die von den seitens errechneten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen abweichen, wird die Richtigkeit der im Unternehmenswertgutachten der verwendeten verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen nicht in Frage gestellt. Die Antragsgegnerin hat Berechnungen aus der Bloomberg Datenbank vorgelegt, welche die von verwendeten Werte bestätigen (vgl. AG 14). Die abweichenden Berechnungen auf Antragstellerseite dürften neben der Auswahl einer Messperiode von fünf anstelle von zwei Jahren auf die Auswahl eines anderen Bezugsindex zurückzuführen sein (Standard & Poor's 500 anstelle von Russell 2000, vgl. Bl. V 119). Gegen eine fünf- anstelle einer zweijährigen Messperiode spricht indessen, dass die Annahme, die der Messperiode zugrunde liegenden Umstände ließen sich in die Zukunft hinein fortschreiben, umso fragwürdiger wird, je weiter die Messperiode in die Vergangenheit reicht (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 251). Im Übrigen ist nicht ersichtlich, dass der zwar die 2.000 kleinsten US-amerikanischen Aktiengesellschaften, aber nur 10% der Marktkapitalisierung der US-Aktienmärkte repräsentierende Russell 2000 als das Marktportfolio abbildender Bezugsindex geeigneter wäre als der Standard & Poor's 500, der rund 75% der US-amerikanischen Börsenkapitalisierung repräsentiert.

Nicht zu folgen ist schließlich dem Einwand des gemeinsamen Vertreters und des Antragstellers Ziffer 2), bei der Bestimmung des mittleren unverschuldeten Betafaktors der peer group seien auch die Hymer AG (Bl. VI 244) und andere Gesellschaften (Delticom AG, Jungheinrich AG, Washtec AG, vgl. Bl. V 191 und Anlage V3 nach Bl. V 179 ff.) zu berücksichtigen. Aus dem Umstand, dass die Daten-

bank onvista die vorgenannten Unternehmen als Vergleichsunternehmen zur K einstuft, ist nicht zu schließen, dass die von gewählte peer group nicht oder schlechter geeignet wäre. Zunächst können die Vorgaben, die der Datenbankabfrage zugrunde lagen, nicht nachvollzogen werden. Jedenfalls ist nicht ersichtlich, dass der Wohnmobilhersteller Hymer AG als Hersteller von Konsumgütern besser mit der K vergleichbar sein soll als die von angeführten Investitionsgüterhersteller. Auch stimmt der Geschäftsgegenstand der angeführten Unternehmen mit demjenigen der K nicht besser überein als derjenige der von ausgewählten Vergleichsunternehmen. Bei der Delticom AG handelt es sich um einen Reifenhändler; die Washtec AG stellt Fahrzeugwaschanlagen her, die Jungheinrich AG Lagertechnik. Selbst wenn man die Washtec AG oder die Jungheinrich AG als Spezialmaschinenhersteller ebenfalls für geeignete Vergleichsunternehmen hielte, ist nicht dargetan, dass sich bei ihrer Berücksichtigung im Mittelwert der peer group ein geringerer unverschuldeter Betafaktor ergäbe. Dies kann indessen offen bleiben, weil schon nicht ersichtlich ist, dass diese Unternehmen besser für die Bildung einer peer group geeignet wären als die im Unternehmenswertgutachten ausgewählten.

- (3.3.3) Fehl gehen schließlich die an die besonderen Risiken der K anknüpfenden Einwendungen gegen die Vergleichbarkeit der im Unternehmenswertgutachten gebildeten peer group.

Zu Recht weisen die Antragsteller zwar darauf hin, dass das Unternehmenswertgutachten der selbst angenommen hat, die von ihr zusammengestellte peer group und die darin vertretenen Unternehmen seien mit der K nicht vergleichbar. Dies bedeutet aber nicht, dass daraus der künftige Betafaktor der K nicht abgeleitet werden könnte. Maßgeblich für die Feststellung der fehlenden Vergleichbarkeit ist ausschließlich, dass die die oben dargestellten (dazu oben (3.2) (3.2.3)) besonderen unternehmensspezifischen Risiken der K bei den peer group Unternehmen nicht in gleicher Weise festzustellen sind (GB S. 75, vorletzter Absatz). Die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin hat bestätigt, dass die Vergleichbarkeit der peer group insbesondere durch die dort fehlende „Saisonabhängigkeit“ eingeschränkt werde (PB S. 22).

Für die hier entscheidungserhebliche Frage, ob der unverschuldete Betafaktor der K niedriger anzusetzen ist als mit dem im Unternehmenswertgutachten zugrunde

gelegten Wert von 1,1, kommt es jedoch nicht darauf an, ob das Unternehmen der K in dem Sinne mit den peer group Unternehmen vergleichbar ist, dass angenommen werden kann, ihr Betafaktor entspreche dem durchschnittlichen Betafaktor der peer group von 1,16. Von Bedeutung ist hier allein, ob davon auszugehen ist, dass der Betafaktor der K geringer ist als derjenige einer Gruppe von Vergleichsunternehmen, die der K nur deshalb nicht entsprechen, weil sie die spezifischen Risikofaktoren des Unternehmens der K (fehlende Diversifikation, reifer Markt, Wetter- und Klimaabhängigkeit) nicht aufweisen.

Dies ist zu verneinen. Weist die K bei einer im Übrigen (dazu oben (3.3.1) und (3.3.2)) gegebenen Vergleichbarkeit spezifische zusätzliche Risiken auf, ist jedenfalls davon auszugehen, dass ihr unternehmensspezifisches Risiko nicht geringer ist als dasjenige der Vergleichsunternehmen. Der das unternehmensspezifische Risiko im Vergleich zum Marktrisiko zum Ausdruck bringende Betafaktor der K darf demnach grundsätzlich nicht geringer angesetzt werden als der durchschnittliche Betafaktor der peer group. Durch den Ansatz von 1,1 hat das Unternehmenswertgutachten den Betafaktor damit sogar zugunsten der Minderheitsaktionäre geringfügig abgerundet (GB S. 76). Dagegen kann wiederum nicht eingewandt werden, dass die Unternehmen der peer group über eine schlechtere Kapitalstruktur verfügten als die K, da sich die peer group Ableitung auf den Vergleich der operativen Risiken nach Ausblendung des Kapitalstrukturrisikos beschränkt (dazu oben (3.3.1)).

(3.4) Die Vertragsprüferin hat die Ableitung des Betafaktors durch vor diesem Hintergrund zu Recht bestätigt (PB S. 22). Die methodischen Einwendungen der Antragsteller gegen diese Ableitung des Betafaktors dringen nicht durch.

(3.4.1) Fehl geht zunächst der allgemeine Einwand gegen die Ableitung des Betafaktors aus einer peer group.

Dieses Vorgehen ist methodisch anerkannt (ausdrücklich IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 121 „des zu bewertenden oder vergleichbarer Unternehmen“). Dies gilt nicht nur für nicht börsennotierte Unternehmen, sondern auch in den Fällen, in denen der aus eigenen historischen Renditen ermittelte Betafaktor zur Bemessung des unternehmensspezifischen Risikos - wie hier (dazu oben (3.2)) - un-

geeignet ist (Simon/Leverkurs in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn. 129; OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.12.2010 zu 5 W 51/09 [juris Rn. 59]).

Demgegenüber kann nicht eingewandt werden, die Ableitung des Betafaktors aus einer peer group verstoße bei börsennotierten Unternehmen gegen das Gebot, das Unternehmen so zu bewerten, „wie es steht und liegt“. Wollte man ein solches Gebot aufstellen, könnte man daraus möglicherweise das Verbot der Berücksichtigung von Verbundeffekten oder von Entwicklungen nach dem Bewertungsstichtag ableiten. Ein Ausschluss des Rückgriffs auf eine peer group zur Schätzung des künftigen Betafaktors des Unternehmens im Fall der mangelnden Eignung des eigenen historischen Betafaktors ist daraus aber nicht zu folgern. Jedenfalls steht dem Abstellen auf eine peer group nicht das Gebot der Orientierung an den Verhältnissen der Gesellschaft entgegen; diese werden gerade dadurch berücksichtigt, dass das unternehmensindividuelle Risiko aus einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen abgeleitet wird (OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.12.2010 zu 5 W 51/09 [juris Rn. 59]).

- (3.4.2) Fehl gehen auch die auf die Besonderheit der Ableitung des Betafaktors in diesem Fall bezogenen Einwände.

Dahinstehen kann, ob eine rein fundamentalanalytische Schätzung von Betafaktoren möglich und methodisch zulässig ist. Unerheblich ist in diesem Zusammenhang auch, ob für deutsche Unternehmen solche Schätzungen bereits existieren. Ebenso wenig ist von Belang, dass in einer von Antragstellerseite vorgelegten Diplomarbeit fundamentale Betafaktoren nicht aufgrund einer Risikoanalyse, sondern aus Optionspreisen abgeleitet werden. In seinem Beschluss vom 18.12.2009 (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 258]) hat der Senat - wie hier (dazu oben (3.3) (3.3.3)) - den Betafaktor der K nicht aus Fundamentaldaten abgeleitet, sondern den durch Regressionsrechnungen aus den Kursdaten der Vergleichsunternehmen einer peer group ermittelten Betafaktor zugrunde gelegt.

Der Senat hat lediglich zur Feststellung einer die Ableitung des Betafaktors des Unternehmens der K aus dem Mittelwert der peer group rechtfertigenden hinreichenden Vergleichbarkeit die fundamentalanalytisch ermittelten unternehmensspezifischen Risiken berücksichtigt (dazu oben (3.3) und (3.2) (3.2.3)). Dieses Vorgehen ist methodisch unbedenklich. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 99 emp-

fehlt, bei der Bemessung des Risikozuschlags unter anderem, die durch Umwelteinflüsse, Kapitalstruktur, Kundenabhängigkeit und Produktprogramm bestimmte spezifische Risikostruktur des Unternehmens zu untersuchen. Damit wird zwar nicht die unmittelbare Ableitung eines Betafaktors aus der Risikostruktur nahe gelegt. Die Empfehlung trägt aber die Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Risikostruktur bei der Frage, ob der Betafaktor einer peer group als Grundlage für die Schätzung des Betafaktors des Bewertungsobjekts geeignet ist. Dieses Vorgehen steht schließlich im Einklang mit der Funktion des Betafaktors, im Rahmen der Bemessung des Risikozuschlags das individuelle Risiko des zu bewertenden Unternehmens abzubilden (dazu oben (3.1)).

Im Lichte der Risikoanalyse des Senats (dazu oben (3.2) (3.2.3)) dürfte sich im Übrigen im Ergebnis kein nennenswert geringerer Risikozuschlag ergeben, wenn man diesen nicht anhand des (Tax-)CAPM zerlegt in Marktrisikoprämie (allgemeines Risiko der Investition in Unternehmen) und Betafaktor (spezifisches Risiko des Bewertungsobjekts) ermitteln, sondern pauschal bestimmen würde (vgl. zu einem solchen Vorgehen OLG Düsseldorf, Beschluss vom 31.03.2006 zu I-26 W 5/06 Akte [juris Rn. 41]).

- (3.4.3) Ein unverschuldeter Betafaktor, der mit 1,1 geringfügig über dem Durchschnittsrisiko des Marktportfolios liegt, erscheint schließlich angesichts der im Unternehmenswertgutachten ergänzend durchgeführten (GB S. 76) Gesamtanalyse der Schwankungsbreite der Ergebnisse der K in den letzten zehn Jahren angemessen.

Eine solche Plausibilisierung anhand von Vergangenheitsdaten widerspricht dem Gebot der Prognose des künftigen unternehmensspezifischen Risikos nicht; Prognosen gründen regelmäßig auf der Analyse der Vergangenheit.

Zwar drückt ein höherer Betafaktor grundsätzlich nicht die Volatilität der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens aus, sondern die Volatilität einer Aktie im Verhältnis zum Bezugsindex. Zutreffend weist die Antragsgegnerin aber darauf hin, dass hohe Schwankungsbreiten bei den finanziellen Überschüssen der Vergangenheit grundsätzlich auf ein hohes Risiko schließen lassen, dass sich die für die Zukunft geplanten finanziellen Überschüsse tatsächlich in der geplanten Höhe einstellen (Bl. V 122). Dem entspricht die Annahme, dass Unternehmensrisiken am

Kapitalmarkt durch Kursschwankungen widergespiegelt werden (vgl. dazu Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 729).

Gegen diese Plausibilisierung kann nicht eingewandt werden, die verwendeten Ergebniszahlen der K seien nicht bekannt. Die im Unternehmenswertgutachten erwähnte Vergangenheitsanalyse bezieht sich ersichtlich auf die Entwicklung des Ergebnisses in den Geschäftsjahren 1995/1996 bis 2005/2006, die - wie der Senat bereits in seinem Beschluss vom 18.12.2009 festgestellt hatte (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 279]) - am Ende des gemeinsamen Berichts als Anlage 1 abgedruckt ist und nicht nur die handelsrechtlichen Jahresüberschüsse, sondern insbesondere auch das Betriebsergebnis und das Ergebnis vor Steuern ausweist.

(3.5) Da der Betafaktor der K unter Ausblendung des Kapitalstrukturrisikos auf der Grundlage des Vergleichs unverschuldeter Unternehmen ermittelt wurde, ihr Verschuldungsgrad des Unternehmens aber im Planungszeitraum stark schwankt, sind aus dem unverschuldeten Betafaktor von 1,1 unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrades für die jeweilige Planungsperiode verschuldete Betafaktoren abzuleiten. Die entsprechenden Ableitungen im Unternehmenswertgutachten (GB S. 78), die von der gerichtlich bestellten Prüferin nachvollzogen wurden (PB S. 23), sind nicht zu beanstanden.

cc) Schließlich ist auch der in der Phase der ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag nicht zu beanstanden.

(1) Zu Unrecht rügen einzelne Antragsteller, der Senat habe in seinem Beschluss vom 18.12.2009 einen Wachstumsanschlag von weniger als 1% angesetzt (Bl. XI 1700). Diese Berechnung beruht offensichtlich auf der rechnerischen Ermittlung der Differenz zwischen dem Kapitalisierungszinssatz der letzten Periode der Detailplanungsphase und demjenigen der Phase der ewigen Rente. Dabei wurde jedoch verkannt, dass sich die Differenzen zwischen diesen beiden Zinssätzen nicht nur durch den Wachstumsabschlag bestimmen, sondern wesentlich auch durch den infolge der Berücksichtigung des jeweiligen Kapitalstrukturrisikos periodenspezifisch bestimmten Betafaktor.

(2) Die Einwendungen gegen den Ansatz eines Wachstumsabschlags, der mit 1% unterhalb der erwarteten Inflationsrate liegt, dringen nicht durch.

(2.1) Der Wachstumsabschlag dient zwar dazu, im hier einschlägigen Fall einer Nominalplanung die durch die Inflation bedingten Steigerungen der Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente abzubilden (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 343). Dies bedeutet aber nicht, dass der Wachstumsabschlag notwendig der erwarteten Inflationsrate entsprechen müsste. Stattdessen richtet sich der Wachstumsabschlag danach, inwieweit das Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite (z.B. Materialkosten und Personalkosten) durch entsprechende eigene Preissteigerungen an seine Kunden weiter zu geben oder durch Effizienzsteigerungen zu kompensieren (OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2001 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 241]).

(2.2) Die Unternehmensplanung geht hier zwar davon aus, dass es der K in der Phase der ewigen Rente gelingen wird, Preissteigerungen auf Beschaffungsseite vollständig durch Preiserhöhungen an die Kunden weiterzugeben oder durch Effizienzsteigerungen zu kompensieren, und darüber hinaus ein Gewinnwachstum zu erreichen, das aber mit 1% unterhalb der allgemeinen Geldentwertungsrate bleibt.

(2.3) Dies erscheint angesichts der Prognosen zur künftigen Entwicklung der Umsatzerlöse sowie der prognostizierten Reduzierung der Margen (vgl. dazu oben b) cc) (2) (2.1)) und im Hinblick auf die Feststellung, dass die K auf einem reifen Markt mit aggressiven Wettbewerbern tätig ist (vgl. oben b) cc) (1) (1.2)) folgerichtig.

(2.3.1) Dabei verkennt der Senat nicht die Marktstellung und Innovationskraft der K.

Die vorhandene Marktstellung gewährleistet in einem reifen Markt indessen für sich genommen noch keine Zuwachsraten. Der Forschungs- und Entwicklungsaufwand hat nicht notwendig Umsatz- und erst recht nicht zwingend Ertragssteigerungen zur Folge, sondern sichert in erster Linie die bestehende Marktstellung der K (vgl. oben b) cc) (2) (2.2)). Schließlich ist zu bedenken, dass der Hauptwettbewerber der K einen Preiswettbewerb betreibt, der die Spielräume für Preiserhöhungen begrenzt.

Zu Unrecht wird dagegen eingewandt, der Senat habe diese Risiken schon andernorts berücksichtigt. Zutreffend ist, dass die vorgenannten Umstände bereits für die Bejahung der Vertretbarkeit der Umsatz- und Ergebnisplanung in der Phase der ewigen Rente maßgeblich sind (Bl. XI 1747). Dies ist jedoch folgerichtig, weil die Ertragsentwicklung in der Phase der ewigen Rente wesentlich auch von den konkreten Wachstumserwartungen des Unternehmens in dieser Phase bestimmt wird.

(2.3.2) Die methodischen Einwände gegen die Auffassung des Senats gehen fehl.

Insbesondere kann kein Verstoß gegen das Gebot festgestellt werden, in der Phase der ewigen Rente von einem eingeschwungenen Zustand auszugehen (Bl. XI 1748). Daran fehlt es nicht schon dann, wenn das nachhaltige Gewinnwachstum unterhalb der erwarteten Inflationsrate bleibt. Dass Kostensteigerungen auf Beschaffungsseite kompensiert werden können, stellt der gewählte Wachstumsabschlag nicht in Frage.

Ein Widerspruch zur Annahme einer Überrendite von Aktien gegenüber Renten in Höhe von 5,5% bei der Bestimmung der Marktrisikoprämie ist nicht ersichtlich (Bl. XI 1705). Insbesondere folgt ein solcher Widerspruch nicht aus dem Umstand, dass der mithilfe der Marktrisikoprämie ermittelte Risikozuschlag auf den Basiszinssatz aufgeschlagen wird, der die künftig zu erwartende, auch zum Ausgleich der Geldentwertung gewährte Verzinsung risikoloser Anleihen widerspiegelt. Dieses Vorgehen trägt im Rahmen der Betrachtung einer Alternativinvestition dem Umstand des erhöhten Risikos der Investition in ein Unternehmen Rechnung; daraus kann aber nicht abgeleitet werden, jedes Unternehmen - einschließlich des Bewertungsobjekts - müsse nachhaltig ein mindestens die allgemeine Geldentwertungsrate übersteigendes Gewinnwachstum aufweisen.

(2.3.3) Dem thesaurierungsbedingten Wachstum ist durch den Ansatz eines Wertbeitrags aus Thesaurierung in der Phase der ewigen Rente Rechnung getragen.

(3) Angesichts der unter (2) (2.3) angeführten besonderen Umstände des Einzelfalls wird der Ansatz eines Wachstumsabschlags unterhalb der erwarteten Inflationsrate nicht durch das allgemeine Gewinnwachstum der Unternehmen in Frage gestellt.

- (3.1) Dabei ist zunächst zu bedenken, dass bei der Bemessung des Wachstumsabschlags nicht auf das erwartete Wachstum der Gesamtwirtschaft abgestellt werden kann. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum speist sich aus der Summe des Wachstums aller gegenwärtig und künftig tätigen Unternehmen; dabei können Einbrüche einzelner Unternehmen durch Zuwächse bei ihren Wettbewerbern oder durch den Markteintritt neuer Unternehmen kompensiert werden.
- (3.2) Die Annahme eines Wachstumsabschlags unterhalb der erwarteten Inflationsrate ist auch nicht deshalb per se unplausibel, weil das Unternehmen damit in der Phase der ewigen Rente „schrumpft“. Dies trifft schon deshalb nicht zu, weil ein Wachstumsabschlag von 1% keine sinkenden, sondern nachhaltig steigende Erträge repräsentiert (dazu oben (2) (2.2)).
- (3.3) Selbst wenn man die besonderen Umstände des Einzelfalls der K ausblenden wollte, erforderten empirische Erkenntnisse zum vergangenen Gewinnwachstum der Unternehmen keine andere Beurteilung.
- (3.2.1) Nach den Ausführungen des im Termin am 12.02.2008 als sachverständiger Prüfer gehörten, für die als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfers (Bl. VI 318) ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur belegt, dass das Gewinnwachstum der Unternehmen im Durchschnitt die Inflationsrate nicht erreicht.
- (3.2.2) Dahinstehen kann, dass einzelne wirtschaftswissenschaftliche Untersuchungen des historischen Gewinnwachstums deutscher Unternehmen jüngst zu dem Ergebnis kommen, dass die Unternehmensgewinne in der Vergangenheit stärker gestiegen sein sollen als die Inflation (Bl. IX 1085, Bl. XI 1834); eine gefestigte Auffassung dazu ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur derzeit nicht ersichtlich (ausführlich dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 zu 20 W 14/08 [juris Rn. 729] m.w.N.). Für den Senat besteht vor diesem Hintergrund kein Anlass, von den Annahmen des sachverständigen Prüfers (dazu oben (3.2.1)) abzuweichen. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, es handele sich hier um eine tatsächliche Frage, die durch eine Verifizierung der vorhandenen Studien aufzuklären sei (Bl. XI 1703, 1834). Angesichts der Vielzahl der zur Ermittlung des vergangenen Gewinnwachstums der Unternehmen zu treffenden Annahmen, etwa zur Auswahl der Untersuchungszeiträume, zur Bereinigung von Friktionen infolge der Berücksichtigung nicht abgeschlossener Konjunkturzyklen, Kapitalveränderungen

und steuerlichen Effekten, die nicht generell mit „richtig“ oder „falsch“ zu bewerten sind, kann selbst bei Durchführung einer empirischen Untersuchung eigens in diesem Verfahren durch Einholung eines entsprechenden Sachverständigengutachtens nicht festgestellt werden, ob die Annahme, das vergangene Gewinnwachstum deutscher Unternehmen habe die Inflationsrate nicht erreicht, zutreffend ist. Ein allgemein bekanntes Wissen, dass die Steigerung der Unternehmergewinne regelmäßig die Inflation mindestens ausgleiche, vermag der Senat im Gegensatz zu einzelnen Beschwerdeführern (Bl. XI 1703) nicht festzustellen.

- (3.2.3) Die Berücksichtigung der von mehreren Antragstellern angeführten (Bl. XI 1701, 1711 ff., 1747) Studie der EZB (Monatsbericht September 2007, S. 47 ff.) ergibt nichts Anderes. Zwar findet sich dort für den Euroraum die Feststellung, dass von 1974 bis 2004 die Unternehmensgewinne stärker gestiegen seien als das Bruttoinlandsprodukt. Dieses Ergebnis wird von der Studie aber selbst relativiert. Neben dem Umstand, dass große Teile der Unternehmensgewinne durch Tätigkeiten in anderen Volkswirtschaften erzielt wurden, wird insbesondere darauf hingewiesen, dass die Zusammensetzung der Gruppe der Unternehmen im Untersuchungszeitraum mit der Änderung der Zusammensetzung der Aktienindizes gewechselt hat, so dass Rückschlüsse auf die langfristige Gewinnentwicklung allenfalls sehr bedingt möglich sind (vgl. OLG Stuttgart, AG 2011, 205 [juris Rn. 234]).
- dd) Demnach sind die Kapitalisierungszinssätze im Ergebnis entsprechend dem Unternehmenswertgutachten der anzusetzen.
- (1) Die Marktrisikoprämie beträgt entgegen der Auffassung des Landgerichts nicht 5,0%, sondern entsprechend der Bewertung von 5,5%; der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens ist - als Ausgangswert für die Bestimmung des Betafaktors des entsprechend der Planung für die einzelnen Perioden verschuldeten Unternehmens - entgegen der Auffassung des Landgerichts nicht mit 1,0, sondern mit 1,1 anzusetzen.
- (2) Daraus errechnet sich nach Diskontierung der prognostizierten Nettozuflüsse der einzelnen Perioden zum 30.09.2006 ein Barwert von 122.816.294 Euro. Zinst man diesen mit dem Kapitalisierungszinssatz für die erste Periode zum 16.02.2007 auf, ergibt sich ein Barwert von 127.337.022 Euro.

- d) Dem zum 16.02.2007 aufgezinnten Barwert der künftigen Nettozuflüsse an die Anteilseigner ist der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen. Dieser beläuft sich entsprechend dem vom Landgericht insoweit gebilligten Unternehmenswertgutachten auf 6.210.853 Euro.
- aa) Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind die von der Tochtergesellschaft der K gehaltenen Aktien der Heidelberger Cement AG anzusehen.
- (1) Die 55.500 Aktien der Heidelberger Cement AG wurden zu Recht mit einem Wert von 6.210.853 Euro nach Abzug von Veräußerungssteuern angesetzt.
- (1.1) Dabei wurde der Kurs der Aktie am 20.12.2006 (112,85 Euro) berücksichtigt (Bl. V 136). Damit ist kein Verstoß gegen das Stichtagprinzip zu Lasten der Antragsteller verbunden, da die Aktie am Tag der Hauptversammlung mit 112,50 Euro einen geringeren Börsenkurs aufwies.
- (1.2) Die Differenz zwischen dem Ansatz der Aktien im Unternehmenswertgutachten und ihrem Börsenwert zum 20.12.2006 ($55.500 \times 112,85 \text{ Euro} = 6.263.175 \text{ Euro}$) erklärt sich aus der - entgegen der Auffassung einzelner Beschwerdeführer (Bl. IX 1086) - nicht zu beanstandenden Berücksichtigung fiktiver Veräußerungssteuern. Wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen - wie hier durch Ermittlung des möglichen Verkaufserlöses - zu Liquidationswerten angesetzt, sind auch die mit einer Liquidation verbundenen steuerlichen Folgen, insbesondere die im Fall einer Veräußerung entstehende Steuerbelastung zu berücksichtigen (vgl. OLG München, AG 2007, 287 [juris Rn. 37] m.w.N.). Dem lässt sich nicht entgegen halten, dass solche Steuern allenfalls in der Zukunft anfielen und die Steuerbelastung deshalb jedenfalls zu diskontieren sei. Da der Zufluss des aktuellen Liquidationswerts unterstellt wurde, wären - im unterstellten Fall der Veräußerung - auch die Steuern aktuell und nicht erst mit einem durch Abzinsung zu berücksichtigenden zeitlichen Verzug angefallen.
- (2) Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wurden die vormals gehaltenen Aktien der Volkswagen AG und der Allianz AG zu Recht nicht berücksichtigt. Ausweislich der vorgelegten Verkaufsabrechnungen waren diese Aktien bereits Anfang November 2006 veräußert worden (vgl. Bl. VII 711, AG30). Der dabei erzielte Erlös wurde im Rahmen der Unternehmensbewertung bei den liquiden

- Mitteln der K berücksichtigt. Nach den Ausführungen des für die als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfers , der in der mündlichen Verhandlung am 12.02.2008 als sachverständiger Prüfer gehört wurde (Bl. VI 318), wurde dadurch der Unternehmenswert nicht vermindert, sondern erhöht.
- bb) Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist nicht zu berücksichtigen. Der pauschale Einwand einzelner Antragsteller, die flüssigen Mittel der K seien zumindest teilweise als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu behandeln, vermag nicht durchzudringen. Allein der Umstand, dass die K einen geringen Verschuldungsgrad aufweist, kann nicht dazu führen, dass Eigenkapitalreserven als nicht betriebsnotwendige Liquidität angesehen werden, die dem Unternehmen entnommen werden kann (vgl. BayObLG, AG 2006, 41 [juris Rn. 42]). Konkrete Umstände, die hier eine andere Beurteilung rechtfertigten, sind weder vorgetragen noch ersichtlich.
3. Auch unter Berücksichtigung weiterer Anhaltspunkte für die Bestimmung des Verkehrswerts der Aktien der K kann im Rahmen der gebotenen Gesamtbetrachtung nicht festgestellt werden, dass die angebotene Abfindung von 27,77 Euro unangemessen wäre.
- a) Die Ermittlung des Börsenwerts bestätigt im Gegenteil die aus der fundamental-analytischen Ertragswertermittlung (dazu oben 2.) gewonnene Erkenntnis, dass der Verkehrswert der Aktien der K im Bewertungsstichtag nicht über 27,77 Euro lag.
- aa) Die angebotene Abfindung von 27,77 Euro entspricht dem maßgeblichen Börsenwert.
- (1) Maßgeblich ist nach der vom Bundesgerichtshof unter ausdrücklicher Aufgabe seiner früheren Rechtsprechung übernommenen Auffassung des Senats grundsätzlich der nach Handelsumsätzen gewichtete Durchschnittskurs einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme, die den Abfindungsanspruch auslöst (BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 10] „Stollwerck“; OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 97 und 101]). Bereits ab der Ankündigung einer Strukturmaßnahme tritt an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes und des damit der Aktie innewohnenden Verkehrs-

wertes die Markterwartung an die Abfindungshöhe (BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 12, 20 und 25] „Stollwerck“; OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 103 ff.]). Die Referenzperiode darf deshalb grundsätzlich nur bis zu der Ad-hoc-Mitteilung vom 15.12.2006 (AG 15) reichen. Der Durchschnittskurs im Dreimonatszeitraum vor dem 15.12.2006 betrug 27,77 Euro (GB S.84).

- (2) Da der Kurs der K-Aktie jedenfalls seit Jahresbeginn 2006 deutlich unter 27,00 Euro lag (Bl. V 147), kann dahinstehen, ob die Referenzperiode in diesem Fall sogar bereits auf die Bekanntgabe des Kontrollerwerbs der Antragsgegnerin am 21.07.2006 oder auf die Abgabe ihres Pflichtangebots am 09.08.2006 vorzuverlagern wäre.
- (3) Zwar hat der Bundesgerichtshof im Zuge der Änderung seiner Rechtsprechung darauf hingewiesen, dass es im Einzelfall geboten sein könne, den aus einer dreimonatigen Referenzperiode vor Ankündigung der Strukturmaßnahme ermittelten Börsenwert anhand der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Ankündigung und dem Bewertungsstichtag ein längerer Zeitraum verstreicht und die vorgenannte Entwicklung eine Anpassung geboten erscheinen lässt (BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 29] „Stollwerck“). Diese Voraussetzungen sind hier aber nicht erfüllt.
 - (3.1) Zwischen der Ankündigung vom 15.12.2006 und dem Bewertungsstichtag ist schon kein längerer Zeitraum verstrichen.
 - (3.1.1) Das Erfordernis der Berücksichtigung der Entwicklung über die Bekanntgabe der Strukturmaßnahme hinaus im Wege der Hochrechnung soll lediglich vor Missbrauch der mit der Bekanntgabe verbundenen Gestaltungsmöglichkeiten durch den Mehrheitsaktionär schützen. Dieser soll insbesondere nicht in der Lage sein, durch ein frühzeitiges Ankündigen der Maßnahme und anschließendes Zuwarten mit ihrer Umsetzung die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenentwicklung auszuschließen (BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 29] „Stollwerck“).
 - (3.1.2) Demnach muss die Berücksichtigung von Entwicklungen über die Bekanntgabe der Strukturmaßnahme hinaus auf Ausnahmefälle beschränkt sein, in denen die Durchführung der angekündigten Maßnahmen ohne sachlichen Grund verzögert

wurde. Nicht geboten ist die Berücksichtigung nachträglicher Entwicklungen dagegen in den Fällen, in denen die Maßnahme innerhalb eines normalen oder üblichen Fahrplans durchgeführt wurde. Als normal oder üblich wird man angesichts des Aufwands für Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung jedenfalls noch einen Zeitraum bis zu sechs Monaten ansehen müssen (OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 143]; Bungert, BB 2010, 2227, 2229; Bückler, NZG 2010, 967, 970). Der Bundesgerichtshof hat einen „längeren Zeitraum“ erst ab einer Dauer von siebeneinhalb Monaten angenommen (BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 30] „Stollwerck“). Zwischen der Ad-hoc-Mitteilung vom 15.12.2006 und der Hauptversammlung am 16.02.2007 liegen hier indessen nur zwei Monate.

(3.2) Die Einwendungen der Antragsteller greifen demgegenüber nicht durch.

(3.2.1) Soweit sie sich auf einen „erheblichen Anstieg“ deutscher Aktien sowie der Aktien „der angeblichen Vergleichsunternehmen“ im Zeitraum vom 15.12.2006 bis zum 16.02.2007 berufen (BGH Sonderband Ablehnungsgesuch Bl. 126, Bl. XI 1708) verkennen sie, dass der Bundesgerichtshof eine Teilhabe der Minderheitsaktionäre an einer positiven Börsenentwicklung ausdrücklich nur für den Fall als erforderlich angesehen hat, in denen die angekündigte Maßnahme nicht rechtzeitig umgesetzt wird (BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 29]). Dies trifft hier nicht zu (dazu oben (3.1)).

(3.2.2) Der Einwand, der Zeitpunkt der Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahmen sei hier durch die bewusste Verzögerung der Ergebnisse des Geschäftsjahres 2005/2006 zulasten der Minderheitsaktionäre „manipuliert“ worden (Bl. X 1050, BGH Sonderband Ablehnungsgesuch Bl. 126, Bl. XI 1708), greift ebenfalls nicht durch.

Der Bundesgerichtshof hat in der „Stollwerck-Entscheidung“ lediglich bei Verzögerungen zwischen Bekanntgabe und Umsetzung der Strukturmaßnahme Korrekturen zugunsten der Minderheitsaktionäre für geboten erachtet. Auf die Frage, ob die Antragsgegnerin auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe der Ergebnisse des Geschäftsjahres 2005/2006 Einfluss genommen und die Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme daran ausgerichtet hat, kommt es schon deshalb nicht an; eine Aufklärung dieser Fragen durch einen Sachverständigen ist nicht geboten.

Unabhängig davon ist nicht ersichtlich, dass die Bildung der Börsenkurse zwischen dem 17.11.2006 und dem 15.12.2006 durch die Antragsgegnerin oder durch die K manipuliert worden sei. Der Umstand, dass der Jahresabschluss der K für das Geschäftsjahr 2005/2006 bereits am 17.11.2006 testiert wurde, belegt angesichts des Aufwands für die Erstellung und Drucklegung des Geschäftsberichts nicht, dass die Bekanntgabe des Ergebnisses des am 30.09.2006 beendeten Geschäftsjahres hinausgezögert wurde, um einen Anstieg des für die Bemessung der Abfindung relevanten Börsenkurses zu verhindern. Bei Unterstellung einer entsprechenden Absicht hätte es im Übrigen näher gelegen, die Ankündigung des Abschlusses eines BGV auf Mitte November 2006 vorzuziehen.

- bb) Dahinstehen kann, dass das Handelsvolumen der K-Aktie zwischen dem Pflichtangebot vom 09.08.2006 und der Ad-hoc-Mitteilung vom 15.12.2006 nur vergleichsweise gering war (GB S. 82 f.). Die Antragsgegnerin hat ihr Angebot dennoch nach dem Börsenkurs von 27,77 Euro bemessen. Die Antragsteller sind dadurch nicht beschwert, da der nach aa) ermittelte Börsenwert über dem fundamentalanalytisch ermittelten Ertragswert (dazu oben 2.) liegt.
- b) Auch die Berücksichtigung des Liquidationswerts führt zu keinem anderen Ergebnis. Dabei ist nicht zu beanstanden, dass weder im gemeinsamen Bericht noch im Prüfungsbericht der Liquidationswert der K beziffert wurde. Trotz der guten Eigenkapitalausstattung und dem angenommenen Ausbleiben eines nachhaltigen Wachstums ist nicht anzunehmen, dass die Veräußerung des betriebsnotwendigen Vermögens nach Abzug der Kosten zugunsten der Antragsteller einen höheren Wert ergäbe als den Barwert der künftigen Nettozuflüsse an die Anteilseigner im Fall der Unternehmensfortführung. Dabei ist zu bedenken, dass das Betriebsgrundstück der K zum Bewertungsstichtag geleast war und deshalb keine stillen Reserven in Immobilienvermögen zu vermuten sind.

II.

Die Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs ist ebenfalls nicht geboten. Der in Bezug auf den BGV neben der Abfindung angebotene Ausgleich ist entgegen der Auffassung des Landgerichts nicht zu erhöhen; das auf den Berechnungen der beruhende Angebot von 2,23 Euro brutto je Aktie ist angemessen.

Da die M bzw. nunmehr die Antragsgegnerin eine GmbH ist, kommt nur ein fester Ausgleich nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG in Betracht. Danach ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der K und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen - jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen - voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Der Ausgleichsbetrag wurde im Rahmen der vom Landgericht insoweit übernommenen Berechnungen der durch Verrentung (dazu unten 2.) eines Ausgangswertes (dazu unten 1.) ermittelt. Die Ermittlung des Ausgleichsbetrages im Wertgutachten der ist nicht zu beanstanden.

1. Der Ausgangswert für die Ermittlung des Ausgleichsbetrages wurde von und Landgericht methodisch zu Recht aus dem im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der K abgeleitet (dazu oben I. 2.).
 - a) Der Ausgleich ersetzt im Gegensatz zur Abfindung nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende (vgl. BGHZ 166, 195 [juris Rn. 11]). Maßgeblich für seine Berechnung ist der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft ohne den BGV als nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ 156, 57 [juris Rn. 12] „Ytong“). Angesichts seiner theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragserwartungen der Gesellschaft kann der Ausgleichsbetrag praktisch durch Verrentung des im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswertes errechnet werden (vgl. BGHZ 156, 57 [juris Rn. 14] „Ytong“; OLG München, AG 2008, 28 [juris Rn. 49]; OLG Stuttgart, ZIP 2008, 883 [juris Rn. 116]).
 - b) Dabei ist der Ertragswert selbst dann der maßgebliche Ausgangswert für die Verrentung zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs, wenn dieser unter dem Börsenwert liegt. Die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts gebietet die Beachtung des Börsenkurses als Untergrenze für die Kompensation der außenstehenden Aktionäre nur bei der Abfindung und beim variablen Ausgleich, nicht aber beim festen Ausgleich (BGHZ 166, 195 [juris Rn. 13]; zustimmend Wpg 2008, 23, 25).

- c) Zu beachten ist allerdings, dass der Ertragswert des Unternehmens nicht ohne Weiteres als Ausgangsbasis für die Ermittlung des Ausgleichsbetrages herangezogen werden kann, sondern Unterschiede bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung einerseits und des angemessenen Ausgleichs andererseits zu berücksichtigen sind. Dies betrifft zum einen die Behandlung von Steuern (dazu unten aa)) und zum anderen die Behandlung von Gewinnthesaurierungen (dazu unten bb)). Auch insoweit ist die Ermittlung des Ausgleichsbetrags durch bzw. Landgericht aber - vorbehaltlich der vom Landgericht abweichenden Auffassung des Senats zur Bemessung des Risikozuschlags im Ertragswertverfahren (dazu oben I. 2. c) bb)) - nicht zu beanstanden.
- aa) Dies gilt zunächst für den Umstand, dass der Ertragswert entsprechend IDW S1 Stand 18.10.2005 im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung ermittelt wurde.
- (1) Bei den künftigen Zuflüssen an die Anteilseigner und beim Kapitalisierungszinssatz wurden die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner in typisierter Form berücksichtigt; bei der Ermittlung der künftigen Erträge wurde zudem die das Unternehmen betreffende Körperschaftssteuer abgesetzt (vgl. oben I. 2. b) bb), I. 2. b) cc) (1) und I. 2. c) bb) (2) (2.1)).

Da der Ausgleich nach § 304 AktG an die Stelle der Dividende tritt, unterliegt er - anders als der Barwert der künftigen Unternehmenserträge - beim Anteilseigner nach seinen individuellen Verhältnissen jährlich der Einkommensteuer. Persönliche Ertragssteuern sind deshalb bei der Berechnung des Ausgleichsbetrages anders als bei der Ermittlung der Abfindung nicht abzuziehen (ebenso im Ergebnis unter Berufung auf die Berechnungen des dortigen Sachverständigen OLG München, AG 2007, 411 [juris Rn. 49]; bestätigt durch OLG München, AG 2008, 23 [juris Rn. 50]). Zu beachten ist außerdem, dass der feste Ausgleich nach der bisherigen Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs als Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs festzusetzen ist, um trotz künftiger Änderungen bei der Besteuerung von Körperschaften stets eine wirtschaftlich volle Entschädigung zu gewährleisten (BGHZ 156, 57 [juris Rn. 12] „Ytong“).

- (2) Die von bzw. vom Landgericht durchgeführte Verrentung des Ertragswertes gelangt entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller (vgl. Bl. VII 419, 451 f.) dennoch zu einem zutreffenden Ergebnis. Zwar wurde der Ausgleichsbetrag aus dem Ertragswert abgeleitet, der unter Berücksichtigung der Körperschaftsteuerbelastung des Unternehmens und der typisierten persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner als Nachsteuerwert ermittelt wurde. Nach der Verrentung dieses Nachsteuerwertes wurden zur Ermittlung des festzusetzenden Bruttoausgleichsbetrages aber die Steuerbelastung (Körperschaftsteuer und typisierte persönliche Ertragsteuer der Anteilseigner) aufgeschlagen (GB S. 88 f.; Bl. VI 398). Auf diese Weise wurde der Nachsteuerwert in einen Vorsteuerwert umgerechnet. Dieses Vorgehen ermöglicht es, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswerts zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis einer Nachsteuerwertermittlung gemäß IDW S1 Stand 18.10.2005 zurückzugreifen. Da die außenstehenden Aktionäre dadurch nicht benachteiligt werden, ist dieses Vorgehen nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2008, 883 [juris Rn. 117]).
- bb) Gleiches gilt im Ergebnis für die im Rahmen der Ertragswertberechnung angenommenen Gewinnthesaurierungen.
- (1) Bei der Ermittlung des Ertragswerts wurde für die Detailplanungsphase eine umfangreiche Thesaurierung von Gewinnen zur Reduzierung von Fremdkapital bzw. zur Sammlung von Eigenmitteln für den Erwerb des Betriebsgrundstücks angenommen; in der Phase der ewigen Rente wurde die Ausschüttungsquote zwar auf 40% erhöht, aber ebenfalls keine Vollausschüttung unterstellt (dazu oben I. 2. b) cc) (1) (1.2)). Aus dem in § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG enthaltenen Verbot der Berücksichtigung „anderer Gewinnrücklagen“ schließt die herrschende Meinung allerdings, dass bei der Ermittlung des zu verrentenden Unternehmenswerts von einer Vollausschüttung auszugehen sei; dies sei zum Schutz der außenstehenden Aktionäre geboten, weil die in freie Rücklagen eingestellten Gewinnanteile in die Gewinnabführung eingehen (vgl. § 301 Satz 2 AktG) und deshalb dem herrschenden Unternehmen zugutekommen (vgl. Hüffer, AktG, 9. Aufl., § 304 Rn. 11; im Ergebnis ebenso OLG Stuttgart, AG 2000, 428 [juris Rn. 53]; Schenk in Bürgers/Körber, AktG, § 304 Rn. 27; Veil in Spindler/Stilz, 2. Auflage, § 304 Rn. 56; Bilda in Münchener Kommentar, AktG, 3. Aufl., § 304 Rn. 85; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 304 Rn. 32; inzwi-

schen auch Stephan in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Auflage, § 304 Rn. 84). Andere Auffassungen in der Literatur finden sich nur vereinzelt. So ist nach Meilicke in Heidel, Aktienrecht, 2. Aufl., § 304 Rn. 28 zwar von einer Vollausschüttung der Gewinne auszugehen; hierdurch verursachter Finanzierungsaufwand sei aber zu berücksichtigen. Der Hinweis des Landgerichts auf Jonas, Wpg 2007, 835 ff. vermag die dortige Auffassung, Thesaurierungsannahmen seien zulässig, nicht zu stützen. Zwar wird dort die Auffassung vertreten, der Ausgleich sei aus dem Ertragswert abzuleiten (vgl. Jonas, Wpg 2007, 835, 837); die Frage der Berücksichtigung von Thesaurierungen wird aber nicht näher erörtert.

(2) Im Ergebnis kann die Frage, ob bei der Berechnung des Ausgangswerts für die Berechnung des Ausgleichs von einem unter Annahme von Gewinnthesaurierungen ermittelten Ertragswert ausgegangen werden darf, hier indessen offen bleiben.

(2.1) Die bei der Ertragswertberechnung unterstellten Thesaurierungen mindern den Unternehmenswert als Ausgangsbasis der Verrentung jedenfalls nicht und vermögen deshalb auch keine Reduzierung des Ausgleichsbetrages zu Lasten der außenstehenden Aktionäre zu bewirken; zur Vermeidung einer eigenständigen Ertragswertermittlung zum Zweck der Ausgleichsberechnung kann daher trotz der dortigen Thesaurierungsannahmen auf den oben (dazu I. 2.) dargestellten Ertragswert zurückgegriffen werden (in diesem Sinne auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh § 11 Rn 246). In der Phase der ewigen Rente werden zwar vom Ergebnis nach Zinsen und Steuern in Höhe von 13.408.000 Euro nur 4.761.000 Euro ausgeschüttet; weitere 8.084.000 Euro werden den Anteilseignern aber - ohne Abzug typisierter persönlicher Ertragsteuern - als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet und sind damit Bestandteil der zu diskontierenden Nettoeinnahmen; entsprechendes gilt für das letzte Jahr der Detailplanungsphase (vgl. GB S. 79).

(2.2) Zu bedenken ist dabei, dass die typisierten persönlichen Ertragsteuern zur Ermittlung eines Bruttoausgleichs auf den gesamten Betrag aufgeschlagen werden, der sich nach der Verrentung des Ertragswerts ergibt, obwohl im Rahmen der Ertragswertberechnung bei den Wertbeiträgen aus Thesaurierung keine persönlichen Ertragsteuern abgezogen wurden. In den ersten drei Jahren der Detailplanungsphase werden die thesaurierten Beträge zwar den Aktionären nicht unmittelbar zugerechnet; die Thesaurierungen bewirken hier aber eine Reduzierung des Fremdkapitals.

pitals bzw. ermöglichen den Erwerb des Betriebsgrundstücks mit Eigenmitteln, so dass der Verschuldungsgrad der K nachhaltig auf nahezu null reduziert wird (vgl. GB S. 78). Dies bewirkt (dazu oben I. 2. c) bb) (3)) eine Reduzierung des Risikozuschlags im Kapitalisierungszinssatz und damit eine Erhöhung des Unternehmensbarwerts, der Ausgangsbasis der Verrentung ist.

2. Die Einwände der Antragsteller gegen die Höhe des Verrentungszinssatzes greifen im Ergebnis ebenfalls nicht durch.
 - a) Dies gilt zunächst für die Verwendung eines Zinsfußes, der unter dem bei der Ertragswertberechnung benutzten Kapitalisierungszinssatz (dazu oben I. 2. c)) liegt.
 - aa) Die und - dieser methodisch folgend - das Landgericht haben für die Verrentung einen Mischzinssatz aus dem bei der Ertragswertberechnung herangezogenen Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen einerseits und dem um einen Risikozuschlag erhöhten Basiszinssatz andererseits benutzt. Der Mischzinssatz entspricht dabei dem Mittelwert beider Größen unter Beachtung der unterschiedlichen Risikozuschläge in den einzelnen Perioden (GB S. 88).
 - bb) Die Antragsteller fordern demgegenüber unter Berufung auf die „Ytong“-Entscheidung des Bundesgerichtshofs zumindest die Anwendung des vollen Kapitalisierungszinssatzes. Auf diese Weise ergäbe sich ein deutlich höherer Ausgleichsbetrag.
 - (1) In der „Ytong“-Entscheidung hat der Bundesgerichtshof zur Verrentung des Ertragswerts den vollen - inflationsbereinigten - Kapitalisierungszinssatz herangezogen (vgl. BGHZ 156, 57 [juris Rn. 14] „Ytong“). Dabei ist allerdings zu bedenken, dass sich die Gründe der vorgenannten Entscheidung mit der Ermittlung des Zinssatzes nicht näher auseinandersetzen, sondern auf die Ableitung des Ausgleichsbetrages aus dem Ertragswert durch den dortigen Sachverständigen Bezug nehmen. Zudem ist zu beachten, dass der Risikozuschlag (gemittelt 2%) im Verhältnis zum Basiszinssatz (7,5%) im dortigen Fall keine besonders große Rolle spielte (vgl. BGHZ 156, 57 [juris Rn. 8] „Ytong“).
 - (2) Nach einer in der Bewertungspraxis vertretenen Auffassung ist indessen die Verrentung mit einem unter dem Kapitalisierungszinssatz liegenden Mischzinssatz geboten, um den Besonderheiten der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG Rechnung

zu tragen (vgl. Maul, DB 2002, 1423, 1425; zur Verbreitung dieser Auffassung in der Bewertungspraxis Knoll, ZSteu 2007, 166, 168). Danach sei zu bedenken, dass der Ausgleichsbetrag nach § 304 AktG eine völlig andere Risikostruktur aufweise als die Dividende, die er substituieren. Da ein BGV regelmäßig keine kurzfristige Maßnahme darstelle, sondern zumindest mittelfristig bestehen bleibe, sei das Risiko der Ausgleichszahlung nicht mit dem vollen Risiko einer unternehmerischen Betätigung, sondern lediglich mit dem Risiko einer Industriefinanzierung vergleichbar. Es liege deshalb unter dem vollen Kapitalisierungszinssatz. Da das normale Risiko nach Beendigung des BGV allerdings wieder aufleben könne, sei ein über dem Basiszinssatz liegender Zinsfuß zu wählen (Maul, DB 2002, 1423, 1425; kritisch dazu Knoll, ZSteu 2007, 166, 168 f.).

- (3) Das Oberlandesgericht Düsseldorf hat sich die oben dargestellte Auffassung der Bewertungspraxis zu Eigen gemacht. Da der feste Ausgleich gegenüber der Alternativenanlage über die unendlich gedachte Lebensdauer des Unternehmens von gleichbleibenden Zahlungen ohne Gewinnschwankungen ausgehe, sei es vertretbar, das geringe Risiko bei der Verzinsung durch einen adäquaten Abschlag zu berücksichtigen (OLG Düsseldorf, I-26 W 8/06 AktE [juris Rn. 63]). Das OLG München hat ausdrücklich die Verrentung des Ertragswerts zur Ermittlung des festen Ausgleichs mit einem unter dem Kapitalisierungszinssatz liegenden Mischzinssatz gebilligt und sich dazu auf das geringere Risiko für die Leistung des Ausgleichs berufen (vgl. OLG München AG 2007, 411 Rn. 50; fortgeführt von OLG München, AG 2008, 28 [juris Rn. 52]).
- cc) Der Senat hat die Frage, ob bei der Verrentung des Unternehmenswerts zur Ermittlung des Ausgleichsbetrages der volle Kapitalisierungszinssatz zu verwenden ist oder ein darunter liegender Mischsatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustiertem Zinssatz, bis zum Vorlagebeschluss vom 18.12.2009 offen gelassen (vgl. OLG Stuttgart, ZIP 2008, 883 [juris Rn. 118]); hier ist indessen - wie bereits im Vorlagebeschluss festgestellt (OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 325 ff.]) - die Anwendung eines Mischsatzes nicht zu beanstanden.
- (1) Die Antragsgegnerin verweist in diesem Zusammenhang zu Unrecht auf eine Entscheidung des 4. Zivilsenats, in der als Verrentungszinssatz lediglich der Basiszinssatz verwendet wurde (OLG Stuttgart, DB 2003, 2429 [juris Rn. 60]). Zu beachten ist, dass dem Risiko der Anlage in dem Bewertungsobjekt dort nicht durch ei-

- nen Risikozuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Nenner) Rechnung getragen wurde, sondern durch die Berücksichtigung von Bandbreiten bzw. Eintrittswahrscheinlichkeiten auf der Ebene der Prognose der künftigen Zuflüsse an die Anteilseigner (Zähler); der Kapitalisierungszinssatz entsprach deshalb dort - anders als hier - dem Basiszinssatz (vgl. OLG Stuttgart, DB 2003, 2429 [juris Rn. 38]).
- (2) Hier kann die Höhe des Verrentungszinssatzes auch nicht schon deshalb offen bleiben, weil das Unternehmenswertgutachten bei der Ermittlung des Ausgleichsbetrages zugunsten der außenstehenden Aktionäre über den Barwert der künftigen Erträge hinaus auch den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens verrentet hat, obwohl das nicht betriebsnotwendige Vermögen mangels Bedeutung für die künftigen Unternehmenserträge grundsätzlich bei der Verrentung nicht zu berücksichtigen ist (vgl. BGHZ 156, 57 [juris Rn. 14]; anders nur, wenn seine Veräußerung unmittelbar bevorsteht, vgl. OLG München, AG 2008, 28 [juris Rn. 51]). Selbst wenn man den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hier von der Verrentung ausnimmt, ergäbe sich bei Ansatz des vollen Kapitalisierungszinssatzes (bzw. eines Durchschnittswerts der Zinssätze der einzelnen Perioden) ein Bruttoausgleich je Aktie, der deutlich über dem Wert läge, der sich bei Verwendung eines Mischzinssatzes aus Basiszinssatz und Kapitalisierungszinssatz ergibt.
- (3) Vor dem Hintergrund der überzeugenden Ausführungen der Literatur (vgl. Maul, DB 2002, 1423, 1425) zur unterschiedlichen Risikostruktur von Ausgleich und Dividende führt die Ermittlung des Verrentungszinssatzes als Mittelwert zwischen Basiszinssatz und vollem Kapitalisierungszinssatz indessen hier zu einem richtigen und angemessenen Ergebnis.
- (3.1) Dem kann nicht das Risiko der Insolvenz der Antragsgegnerin entgegen gehalten werden. Zwar kann eine Insolvenz der Antragsgegnerin nicht ausgeschlossen werden; der Mischzinssatz entspricht aber gerade nicht dem Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen, sondern geht über diesen hinaus und entspricht damit in etwa einer ebenfalls grundsätzlich mit dem Risiko der Insolvenz des Unternehmens belasteten Industrieanleihe (vgl. Maul, DB 2002, 1423, 1425).
- (3.2) Fehlt auch der Einwand, der Mischzinssatz ignoriere das Risiko der Auszehrung der Gesellschaft während des Bestehens des BGV (Bl. XI 1748). Der Ausgleichsanspruch schützt nicht vor einer „Auszehrung“ der Gesellschaft durch nach-

teilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens; nach Beendigung des Unternehmensvertrages kann der außenstehende Aktionär auf die geringeren Erträge des „ausgezehnten“ Unternehmens verwiesen werden (OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 41] m.w.N.).

- dd) Trotz der Abweichung vom Vorgehen des Bundesgerichtshofs in der „Ytong“-Entscheidung besteht entgegen der Auffassung einzelner Beschwerdeführer (Bl. IX 1081) insoweit keine Vorlagepflicht nach § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG, da sich der Bundesgerichtshof in der „Ytong“-Entscheidung nicht mit der Frage der Höhe des Verrentungzinssatzes auseinandergesetzt, sondern lediglich den im dortigen Fall vom Sachverständigen bei der Unternehmensbewertung angesetzten Zinssatz übernommen hat; insoweit wird also nicht von einer Entscheidung des Bundesgerichtshofs abgewichen (vgl. zu den Anforderungen insoweit Meyer-Holz in Keidel, FGG, 15. Aufl., § 28 Rn. 18).
- b) Gegen die Ermittlung des Verrentungzinssatzes kann auch nicht eingewandt werden, dass es sich bei den Kapitalisierungszinssätzen der einzelnen Perioden und dem Basiszinssatz, aus denen der Mischzinssatz gebildet wurde, um Nachsteuerwerte handelte (vgl. Bl. VII 419, 452, 720). Wie bereits dargelegt wurde (dazu 1. c) aa)), wird dem Umstand, dass der Ausgleichsbetrag als Bruttowert festzusetzen ist, im Unternehmenswertgutachten und in der dieser methodisch folgenden Berechnung des Landgerichts dadurch Rechnung getragen, dass bei der Verrentung zwar Nachsteuerwerte - sowohl für den Ertragswert als auch für den Zinssatz - eingesetzt werden. Dem daraus ermittelten jährlichen Ausgleichsbetrag nach Steuern wird aber die auf jede Aktie entfallende Körperschaftsteuerbelastung sowie die typisierte persönliche Ertragsteuer hinzugerechnet, mit der im Ertragswertverfahren gerechnet wurde (vgl. GB S. 89, Bl. VI 398). Diese Berechnungsweise macht eine zweite Ertragswertermittlung mit einer Vorsteuerbetrachtung entbehrlich. Sie beeinträchtigt die außenstehenden Aktionäre dennoch nicht, weil sich durch das Hinzurechnen der Steuerbelastung trotz Verrentung mit Nachsteuerzinssätzen dieselben Werte ergeben wie bei einer reinen Vorsteuerrechnung (vgl. Wpg 2008, 23, 24 f.).

DD.

I.

Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens ist gemäß § 15 Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 1 SpruchG auf 200.000 Euro festzusetzen, da keine höhere als die angebotene Kompensation gefordert werden kann.

II.

Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin.

1. Eine Billigkeitsentscheidung zulasten der Antragsteller nach § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist nicht veranlasst, da die sofortigen Beschwerden und Anschlussbeschwerden der Antragsteller jedenfalls bis zur Änderung der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Ermittlung des Börsenkurses nicht offensichtlich unbegründet waren.
2. Einer gesonderten Entscheidung über die Kosten des Verfahrens vor dem Bundesgerichtshofs bedarf es nicht, da diesem das Beschwerdeverfahren insgesamt zur Entscheidung vorgelegt worden war, ohne dass ein neuer Rechtszug eröffnet wurde.

III.

Die Anordnung einer vollständigen oder teilweisen Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren nach § 15 Abs. 4 SpruchG ist nicht veranlasst, da dies nicht der Billigkeit entspricht. Zwar waren einige Beschwerden der Antragsteller insoweit begründet, als ihre Anträge nur als unbegründet zurückzuweisen waren. Dies ändert aber nichts daran, dass ihre Rechtsmittel im Ergebnis ohne Erfolg blieben.

IV.

Entsprechend der Abänderung der erstinstanzlichen Entscheidung in der Sache ist auch eine Abänderung der Nebenentscheidungen des Landgerichts geboten.

1. Der Geschäftswert des ersten Rechtszugs ist auf 200.000 Euro zu reduzieren.

2. Die Erstattung außergerichtlicher Kosten ist auch im ersten Rechtszug auszuschließen.
 - a) Zwar wurde die Entscheidung des Landgerichts zugunsten der Antragsteller Ziffer 3) bis 6), 12), 13), 44), 55), 63) und 64) mit der Maßgabe abgeändert, dass ihre Anträge nicht unzulässig, sondern (nur) unbegründet sind. Dabei ist aber zu bedenken, dass die Zulässigkeitsvoraussetzungen erst im zweiten Rechtszug erfüllt wurden.
 - b) Auch im Übrigen entspricht angesichts der Zurückweisung der Anträge als unbegründet die Anordnung der Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller nicht der Billigkeit.