

Beglaubigte Abschrift

Aktenzeichen:  
31 O 138/15 KfHSpruchG



Landgericht Stuttgart

## **Beschluss**

In dem Rechtsstreit

gegen

wegen Feststellung

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am  
Landgericht    Handelsrichter    und Handelsrichter    am  
03.04.2018 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller Ziff. 1 bis 35 und des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre auf Festsetzung einer angemessenen Abfindung werden zurückgewiesen.
2. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten, ihre eigenen außergerichtlichen Kosten und die nach den gesetzlichen Bestimmungen zu berechnende Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre. Außergerichtliche Kosten der Antragsteller werden nicht erstattet.
3. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters wird auf 200.000 EUR festgesetzt.

## Gründe:

### A.

#### I.

Hintergrund des vorliegenden Spruchverfahrens ist die am 24. September 2015 beschlossene Übertragung von Aktien der Kässbohrer Geländefahrzeug AG mit Sitz in Laupheim auf den Hauptaktionär, die Antragsgegnerin. Die Antragsteller Ziff. 1 bis 35 waren Aktionäre der Antragsgegnerin. Sie begehren ebenso wie der Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung.

1. Die Kässbohrer Geländefahrzeug AG mit Sitz in Laupheim, eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Ulm unter HRB 641626 (nachfolgend: „KGF AG“), wurde 1994 als GmbH gegründet und 1998 in eine Aktiengesellschaft umgewandelt (Anl. AG 1, Übertragungsbericht Seite 4).

Im selben Jahr fand der Börsengang statt (Bl. 196 d.A.). Die Aktien der KGF AG notierten bis Mitte 2007 im „General Standard“ der Deutschen Börse.

Anfang 2007 schloss die KGF AG als beherrschte Gesellschaft mit Zustimmung ihrer Hauptversammlung einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (nachfolgend: „BGAV“) mit \_\_\_\_\_ mit Sitz in Ulm als beherrschender Gesellschaft.

\_\_\_\_\_ wurde im selben Jahr auf \_\_\_\_\_ und diese auf \_\_\_\_\_

\_\_\_\_\_ die Antragsgegnerin, verschmolzen (Anl. AG 1, Übertragungsbericht Seite 5). Die Aktionäre hatten damals die Wahl, gegen Abfindung in Höhe von 27,77 EUR (bereits damals auf Basis des Börsenkurses festgelegt) auszuscheiden oder als Minderheitsaktionäre in der Gesellschaft zu verbleiben und die „Garantiedividende“ in Anspruch zu nehmen. Der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag garantierte den außenstehenden Aktionären eine jährliche Ausgleichszahlung von 2,23 EUR (abzüglich Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag). Durch Beschluss des Oberlandesgerichts Stuttgart vom 17. Oktober 2011 wurden u.a. die Anträge der Aktionäre auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung und eines angemessenen Ausgleichs (bezogen auf den abgeschlossenen BGAV) zurückgewiesen. Der Beschluss ist rechtskräftig (vgl. Bl. 366 d.A.;

beigezogene Restaktenbestandteile zu LG Stuttgart, 31 O 32/07 KfH mit Beschluss vom 06. März 2008, OLG Stuttgart, 20 W 2/08 mit Beschluss vom 18. Dezember 2009 und 20 W 7/11 mit Beschluss vom 17. Oktober 2011).

Der im Zusammenhang mit dem BGAV geplante und im damaligen Spruchverfahren bereits berücksichtigte Rückzug aus dem Amtlichen Markt wurde durch einen Antrag auf Widerruf der Börsenzulassung umgesetzt. Seit 05. Juli 2007 waren die Aktien der KGF AG nur noch im „Freiverkehr“ der Börsen München, Stuttgart und Hamburg gehandelt (Anl. AG 1, Übertragungsbericht Seite 5; Bl. 196 d.A.).

2. Dem Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung nach § 327a Abs. 1 AktG („Squeeze Out“) vom 24. September 2015 gingen im Wesentlichen folgende Schritte voraus:

Am 28. Mai 2015 richtete die Antragsgegnerin ein „Vorläufiges Verlangen“ gemäß § 327a Abs. 1 AktG an den Vorstand der KGF AG, mit dem sie diesen aufforderte, an den notwendigen Maßnahmen mitzuwirken, damit die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen könne. Zur Festlegung der angemessenen Barabfindung – ein Betrag ist in dem Schreiben nicht genannt – werde die Antragsgegnerin u.a. eine Unternehmensbewertung durchführen lassen. Der Antragsgegnerin gehörten damals wie auch zum Zeitpunkt des späteren, konkretisierten Verlangens 4.768.554 Aktien. Das entspricht einer Beteiligungsquote von rund 95,000020 % (Anl. AG 1, Übertragungsbericht Seite 9 und Anlage 1 dazu).

Am 03. Juni 2015 ging beim Landgericht Stuttgart ein Antrag auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers nach § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG ein. Das Landgericht bestellte am 09. Juni 2015 mit Wirtschaftsprüfer einen der drei genannten Prüfer zum sachverständigen Prüfer (vgl. beigezogene Akte LG Stuttgart, 31 O 76/16 KfH AktG).

Am 27. Juli 2015 (einem Montag) veröffentlichte die KGF AG im elektronischen Bundesanzeiger die Information, dass die Antragsgegnerin das vorläufige Verlangen gemäß § 327a AktG übermittelt habe, dass die Hauptversammlung der Gesellschaft die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin beschließe. Die Mehrheitsaktionärin habe angekündigt, die Höhe der angemessenen Barabfindung nach Festlegung in ei-

nem weiteren Schreiben (konkretisierten Verlangen) mitzuteilen (Anl. 2 zum Protokoll vom 06. März 2018, Bl. 531 d.A.).

Am selben Tag konkretisierte die Antragsgegnerin ihr Verlangen, indem sie dem Vorstand den Entwurf des Übertragungsbeschlusses im genauen Wortlaut und unter Angabe der zu zahlenden Barabfindung übermittelte. Die angebotene Barabfindung belief sich demnach auf 55,13 EUR je Aktie (Anl. AG 1, Anlage 2).

Das von der Antragsgegnerin bei \_\_\_\_\_ in Auftrag gegebene Bewertungsgutachten ist auf den 29. Juli 2015 datiert und kommt zu dem Ergebnis, der unter Ertragswertgesichtspunkten ermittelte Unternehmenswert der KGF AG liege zum 24. September 2015 bei 174.611 TEUR, was einen Wert pro Aktie von 34,79 EUR ergebe. Der Barwert der Ausgleichszahlungen belaufe sich auf 35,83 EUR je Aktie. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Aktienkurs im Dreimonatszeitraum vom 25. April 2015 bis 24. Juli 2015 belaufe sich auf 55,13 EUR und liege damit über dem ermittelten anteiligen Unternehmenswert. Die angemessene Abfindung betrage demnach 55,13 EUR (Anl. AG 1, Anl. 8 Seite 78, 101).

Der vom Gericht bestellte sachverständige Prüfer kam in seinem Bericht vom 03. August 2015 zu dem Ergebnis: „Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung für die Minderheitsaktionäre der Kässbohrer Geländefahrzeug Aktiengesellschaft, Laupheim, in Höhe von € 55,13 je Aktie angemessen.“ (Anl. AG 1, Prüfungsbericht Seite 104).

Am 07. August 2015 berief der Vorstand der KGF AG eine außerordentliche Hauptversammlung auf den 24. September 2015 ein (Anl. ASt. 1, nach Bl. 10 d.A.). Diese Hauptversammlung beschloss die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin (Bl. 4 d.A.). Am 02. Oktober 2015 wurde der Übertragungsbeschluss im Handelsregister eingetragen. Die Eintragung wurde am selben Tag bekannt gemacht (Bl. 4 d.A.).

## II.

1. Sämtliche Antragsteller begehren in ihren Antragsschriften, die zwischen dem 16. November 2015 und 04. Januar 2016 eingegangen sind, eine gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a, 327f AktG nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre. Der durch Beschluss vom 24. Februar 2016 (Bl. 337 d.A.) bestellte gemein-

same Vertreter der Antragsberechtigten, die nicht selbst Antragsteller sind, hat mit Schriftsatz vom 14. Oktober 2016 ebenfalls die gerichtliche Festsetzung einer (höheren) Abfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre beantragt (Bl. 453 d.A.).

Die Verfahren wurden durch Beschluss vom 24. Februar 2016 verbunden (Bl. 335 ff.).

2. Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter tragen zur Begründung ihrer Anträge zusammengefasst folgendes vor:

Einige Antragsteller rügen formale Mängel des Übertragungsberichts (Bl. 86, 97, 115, 177 d.A.).

Mehrere Antragsteller vertreten die Auffassung, bei der Ermittlung des Börsenkurses sei der falsche Referenzzeitraum herangezogen worden. Die Antragstellerin Ziff. 1

und der gemeinsame Vertreter meinen, der Referenzzeitraum sei zeitlich nach vorne zu verlegen, es müssten die Börsenkurse im Dreimonatszeitraum vor dem 28. Mai 2015 (dem Zeitpunkt des „Vorläufigen Verlangens“) herangezogen werden, weil potentielle Mitwisser in der Gesellschaft und in ihrem Umfeld die Möglichkeit gehabt hätten, den Aktienkurs zu beeinflussen (Bl. 7 f., 443 ff. d.A.), zumal es Anfang Juni 2015 einen einmaligen Kursausschlag gegeben habe (Bl. 454 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 7, 16 meinen hingegen, dass die Kurse im Dreimonatszeitraum vor dem Hauptversammlungsbeschluss – der am 24. September 2015 gefasst wurde – hätten berücksichtigt werden müssen (Bl. 81, 160 d.A.). Einige Antragsteller kritisieren, die rechnerische Ermittlung des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses sei auch angesichts der fehlenden Differenzierung zwischen den drei Handelsplätzen im Freiverkehr (Hamburg, München, Stuttgart) nicht nachvollziehbar (Bl. 303 d.A.).

Die Antragsteller Ziff. 32 bis 34 sind der Auffassung, der Barwert der Ausgleichszahlung sei unzutreffend berechnet worden. Bei Division durch 2,07 ergebe sich ein Barwert von 71,01 EUR (Bl. 303 d.A.). Der gemeinsame Vertreter meint in diesem Zusammenhang, das Gericht müsse sich im Wege der Amtsermittlung mit der Frage befassen, ob die KGF AG während des Beherrschungsvertrages bis zum „Squeeze Out“-Beschluss wirtschaftlich „ausgehöhlt“ worden sei (Bl. 455 d.A.).

In Bezug auf die Berechnung des Ertragswerts rügen viele Antragsteller (u.a. Ziff. 7, 8, 9, 12-15, 16, 17, 18), die zugrunde gelegten Planungsrechnungen seien nicht zuverlässig, wie

die Vergangenheitsanalyse zeige. Die Prognoserechnungen seien deutlich zu pessimistisch. Die prognostizierte Umsatzentwicklung sei angesichts der Wachstums- und Expansionsmöglichkeiten der Gesellschaft bei ihrer „monopolartigen Stellung“ am Markt nicht nachvollziehbar, die weitere Ausdehnung auf andere Spezialfahrzeuge nicht ausreichend berücksichtigt worden. Fraglich sei, inwieweit Synergieeffekte berücksichtigt worden seien (Bl. 86, 94, 114, 128, 153). Der gemeinsame Vertreter trägt vor, der Klimawandel führe eher zur Zunahme des Einsatzes von Produkten der KGF AG (Bl. 456 d.A.). Die Antragstellerin Ziff. 17 und der Antragsteller Ziff. 18 meinen, die Planungsrechnung sei wegen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages nicht mehr verlässlich (Bl. 172, 198 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 18 und Ziff. 19-23 meinen auch, der gewählte Planungszeitraum bis 2025 sei zu lang bemessen bzw. nicht ausreichend begründet worden (Bl. 198, 237 d.A.).

Den bei der Festlegung des Kapitalisierungszinssatzes für die Ertragswertberechnung gewählten Basiszinssatz von 1,5% halten einige Antragsteller für unangemessen hoch (Bl. 84, 92, 111, 122, 130, 155, 304 d.A.). Manche Antragsteller weisen auf methodische Kritik am „Tax-CPM“ bzw. am „CAPM-Modell“ – insbesondere auch nach Einführung der Abgeltungssteuer - hin (Bl. 130, 204 ff., 213 d.A.). Im Übrigen rügen Antragsteller die zugrunde gelegten Werte für die Marktrisikoprämie, den Beta-Faktor und den Wachstumsabschlag. Die Empfehlung des FAUB des IdW zur Marktrisikoprämie beruhe auf einer veralteten und unverwertbaren „Auftragsarbeit“. Die Zusammenstellung der für die Ermittlung des Beta-Faktors herangezogene Peer-Group sei nicht nachvollziehbar.

Schließlich rügen einige Antragsteller, die Darstellung zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen sei nicht ausreichend (Bl. 86, 97, 114, 115, 133, 158 d.A.). Der Wert der Marken „Kässbohrer“, „PistenBully“, „BeachTech“ und „PowerBully“ müsse ermittelt werden (Bl. 86, 97, 115, 157 d.A.).

Mehrere Antragsteller haben beantragt, der Antragsgegnerin die Vorlage weiterer Unterlagen zur Unternehmensbewertung aufzugeben, und die Vorlage von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer (Bl. 87, 97, 122, 163, 186, 223, 285, 114, 122) sowie die Bestellung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Ermittlung des Unternehmenswerts nach der Ertragswertmethode verlangt.

3. Die Antragsgegnerin vertritt den Standpunkt, eine Erhöhung der Barabfindung scheide angesichts der Besonderheiten des vorliegenden Falles aus. Die Angemessenheit der Abfindung folge hier ohne Weiteres bereits daraus, dass sie dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs im – richtig gewählten - Dreimonatszeitraum vor der Veröffentlichung des Verlangens gem. § 327a AktG am 27. Juli 2015 entspreche (Bl. 373, 380 d.A.). Gegen die Annahme eines „Durchsickerns“ von Informationen bereits nach dem „Vorläufigen Verlangen“ spreche die tatsächliche Kursentwicklung danach (u.a. Rückgang auf 54,00 EUR, dann bis auf einen Kursanstieg vom 4. Juni 2015 bei einem Handelsvolumen von 194 Stück Kursbewegung bei oder unter 55 EUR; Bl. 463 d.A.).

Wenn man mit dem OLG Frankfurt davon ausgehe, dass es bei einer Gesellschaft, die einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag unterworfen ist, für die Bemessung der Barabfindung nach einem „Squeeze Out“ nicht auf den Ertragswert ankomme, weil die Minderheitsaktionäre an den Erträgen der Gesellschaft ohnehin nicht partizipieren könnten, dann könne neben dem Börsenkurs allenfalls auf den Wert der kapitalisierten Ausgleichszahlungen abgestellt werden (Bl. 421 d.A.). Die Antragsgegnerin weist auf die rechtskräftige Bejahung der Angemessenheit der nach dem BGAV den Minderheitsaktionären zustehenden Ausgleichszahlung von 2,23 EUR hin. Der für die Barwertbestimmung herangezogene Kapitalisierungszinssatz sei nicht zu beanstanden, der „Mittelwertansatz“ in der Rechtsprechung anerkannt und in der Praxis üblich (Bl. 422 d.A.).

Die Angemessenheit ergebe sich aber hilfsweise auch aus dem Ertragswert. Sowohl als auch der sachverständige Prüfer hätten bei der Ertragswertmethode die anerkannten Bewertungsstandards des IDW S 1 angewandt (Bl. 381 d.A.).

Die der Ertragswertberechnung zugrunde gelegten Planannahmen seien realistisch und dürften, da die Planung zu den originären Geschäftsführungsaufgaben gehöre, von vornherein nicht durch abweichende Annahmen der Antragsteller oder des Gerichts ersetzt werden (Bl. 386 d.A.). Der Klimawandel, der der Gesellschaft schon zum Zeitpunkt der Ertragswertberechnung anlässlich des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages von 2007 zugesetzt habe, habe sich inzwischen zum Nachteil der Gesellschaft gerichtsbekannt weiter verschärft. Das Marktumfeld werde dadurch schwieriger (Bl. 366, 465 d.A.). Richtigzustellen sei, dass die Detailplanungsphase nicht bis 2025 reiche (Bl. 387 d.A.). Der pauschale Vorwurf der „zu pessimistischen“ Planung sei inhaltsleer (Bl. 388 d.A.).



Zu Unrecht rügten die Antragsteller den herangezogenen Basiszins, die Höhe des Risikozuschlags, der Marktrisikoprämie, des Betafaktors und des Wachstumsabschlags.

Auch die Rügen der Antragsteller betreffend die Darstellung zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gingen fehl, denn solches habe es nicht gegeben (Bl. 420 d.A.).

Die Antragsteller hätten keinen Anspruch auf Herausgabe weiterer Unterlagen (Bl. 368 d.A.). Angesichts der zentralen Bedeutung, die der Gesetzgeber dem sachverständigen Prüfer im Spruchverfahren habe zukommen lassen und die durch § 8 Abs. 2 SpruchG zum Ausdruck komme, sei derzeit auch kein Raum für die Bestellung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Unternehmensbewertung; vorrangig sei der sachverständige Prüfer zu hören (Bl. 370 d.A.).

4. Im Übrigen wird auf das Protokoll zur mündlichen Verhandlung am 06. März 2018 (Bl. 511 ff. d.A.), auf den gesamten Akteninhalt und auf den gesamten schriftsätzlichen Vortrag aller Beteiligten bis zum heutigen Tage sowie auf alle vorgelegten Unterlagen Bezug genommen, insbesondere soweit vorstehend nicht sämtliche Einzelheiten der Antragsbegründungen und der Antragserwiderung dargestellt worden sind. Im Termin am 06. März 2018 wurden der sachverständige Prüfer, Wirtschaftsprüfer \_\_\_\_\_ und der sachverständige Zeuge, Wirtschaftsprüfer \_\_\_\_\_ zur Erläuterung ihres schriftlichen Prüfberichts angehört. Auf das Verhandlungsprotokoll wird verwiesen.

**B.**

**I.**

### **Zuständigkeit; Zulässigkeit der Anträge**

Auf die Anträge der Antragsteller ist das Spruchverfahrensgesetz anzuwenden (§ 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG). Die Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart ist für die Entscheidung über die Anträge zuständig (§ 2 Abs. 1 Satz 1 SpruchG; §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 lit. e GVG; §§ 13 Abs. 2 Nr. 8, Abs. 1 Nr. 2 ZuVOJu).

Die Anträge sämtlicher Antragsteller sind innerhalb der am 04. Januar 2016 endenden Antragsfrist eingegangen (§§ 4 Abs. 1 Nr. 3, 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. §§ 16 Abs. 2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO).

Sämtliche Antragsteller sind als antragsbefugt anzusehen. Erforderlich ist hierfür die Aktieninhaberschaft, wobei § 3 Satz 2 SpruchG keine Regelung zum maßgeblichen Zeitpunkt der Anteilsinhaberschaft für die Konstellation der Abfindung nach einem Übertragungsbeschluss gemäß § 327a AktG trifft. Abzustellen ist aber wegen der in § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG geregelten Rechtsfolgen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister (dinglicher Übergang der Aktien) auf diesen Eintragungszeitpunkt (Drescher, in Spindler/Stilz, AktG Kommentar 3. Aufl. 2015, § 3 SpruchG Rn. 9 m.w.N.), hier also auf den 02. Oktober 2015 (Bl. 4 d.A.). Wie von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG vorausgesetzt, haben ausnahmslos alle Antragsteller innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG dargetan, dass sie bis zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister Aktionäre gewesen seien.

Von der schlüssigen Behauptung der Antragsberechtigung zu unterscheiden ist ihr Nachweis. § 3 Satz 3 SpruchG lässt einen Nachweis der Antragsberechtigung ausschließlich durch Urkunden zu. Dieser Nachweis muss jedoch nicht innerhalb der Antragsfrist vorgelegt werden; es genügt, wenn er bis zur Entscheidung des Gerichts erbracht wird (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 7, juris; Drescher, in Spindler/Stilz a.a.O. § 3 SpruchG Rn. 18 m.w.N.).

Mit Ausnahme des Antragstellers Ziff. 24 haben alle übrigen Antragsteller ihre Aktionärsstellung zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister bereits vor dem Termin zur mündlichen Verhandlung am 06. März 2018 belegt. Die meisten Antragsteller haben den Nachweis zusammen mit der Antragsschrift vorgelegt. Der Antragsteller Ziff. 24 hingegen, der vorterminalich zum Nachweis seiner Aktionärsstellung lediglich Ausdrucke über eine Depotbuchung bzw. Umbuchung eines Aktienbestandes zum Schlusstag 07. September 2015 (Valuta 09. September 2015) vorgelegt hat, hat nach vorterminalichem richterlichem Hinweis (Verfügung vom 16. Februar 2018, Bl. 508 d.A.) und nochmaliger Thematisierung im Termin am 06. März 2018 schließlich einen nicht unterzeichneten Ausdruck vorgelegt, worin dem äußerlichen Anschein seine Bank ihm die Aktionärsstellung zum Stichtag 02. Oktober 2015 bescheinigt hat. Nach Vorlage dieses Ausdrucks hat die Antragsgegnerin seine Aktionärsstellung unstreitig gestellt.

Vor diesem Hintergrund kann hier dahingestellt bleiben, ob der vorgelegte, nicht unterzeichnete Ausdruck den Anforderungen des § 3 Satz 3 SpruchG i.V.m. § 416 ZPO genügt.

Grundsätzlich erfordert der Urkundenbeweis mithilfe von Privaturkunden die Vorlage eines unterschriebenen Dokuments (Geimer, in Zöller, ZPO Kommentar 32. Aufl. § 416 Rn. 2 ff.). Gerichte haben in der Vergangenheit neben der (in „Squeeze Out“-Fällen kaum möglichen) Vorlage der Aktienurkunden mitunter auch Depotauszüge bzw. Depotübersichten ausreichen lassen (vgl. LG Dortmund, Beschluss vom 07. Oktober 2004 – 20 O 4/04 AktE –, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 17, juris), die erfahrungsgemäß in der Regel nicht unterzeichnet sind.

Die Antragsberechtigung im Spruchverfahren ist zwar von Amts wegen zu prüfen (Drescher, in Spindler/Stilz a.a.O. § 3 SpruchG Rn. 18). Sind die zur Antragsberechtigung führenden Tatsachen zwischen den Beteiligten unstreitig, so ergibt sich aber auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes nach allgemeinen Grundsätzen bei Anwendung pflichtgemäßem Ermessens (vgl. Prütting in: Prütting/Helms, FamFG, 4. Aufl. 2018, § 26 FamFG, Rn. 22 ff., 25, 29) wegen fehlender Beweisbedürftigkeit weder ein Anlass zur weitergehenden Amtsermittlung noch zur Beweiserhebung. Daher ist im vorliegenden Fall auch der Antrag des Antragstellers Ziff. 24 als zulässig anzusehen.

## II.

### Unbegründetheit der Anträge

Die Anträge der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre sind unbegründet. Den mit der Handelsregistereintragung des Übertragungsbeschlusses ausgeschiedenen Minderheitsaktionären der KGF AG steht keine über den angebotenen Betrag von 55,13 EUR (zuzüglich Zinsen) hinausgehende Abfindung zu.

#### 1. Unbeachtlichkeit des Einwands angeblicher formaler Mängel des Übertragungsberichts

Soweit einzelne Antragsteller (nicht näher konkretisierte und auch nicht ersichtliche) formale Mängel des Übertragungsberichts behaupten, sind diese Rügen für das vorliegende Verfahren nicht entscheidungserheblich. Gegenstand des gerichtlichen Verfahrens nach § 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG wie auch des Berichts des sachverständigen Prüfers nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG ist ausschließlich die Prüfung der Angemessenheit der vom Hauptaktionär angebotenen Barabfindung, nicht dagegen die Frage, ob die allgemeinen Voraussetzungen für die Übertragung der Aktien vorlagen (Singhof, in Spindler/Stilz a.a.O. § 327c AktG Rn. 10 m.w.N.; Holzborn/Müller in Bürgers/Körper AktG 3. Aufl. § 327c

Rn. 7) – woran hier nach der Handelsregistereintragung des Übertragungsbeschlusses ohnehin keine Zweifel bestehen (arg. §§ 327f Satz 1, 327e Abs. 2, 319 Abs. 5, 241, 246 Abs. 1 AktG).

## 2. Verfahrensvoraussetzungen für die Bestimmung der angemessenen Abfindung erfüllt

Der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 Nr. 4 AktG zu erstattende Prüfungsbericht des vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers liegt vor (Anl. AG 1, letzte Unteranlage). Soweit einzelne Antragsteller hervorheben, der Bericht vom 03. August 2015 habe bereits kurze Zeit nach Veröffentlichung des „Konkretisierten Verlangens“ vom 27. Juli 2015 bzw. kurze Zeit nach dem Bewertungsgutachten von [ ] vorgelegen, ist zunächst festzuhalten, dass zwischen dem gerichtlichen Bestellungsbeschluss vom 09. Juni 2015 und der Erstattung des Prüfungsberichts fast zwei Monate liegen. Eine sachverständige Unternehmensbewertung der KGF AG war nach der Überzeugung der Kammer bei konsequenter Vorbereitung und zügiger Vorlage von Unterlagen zur Bewertung an den sachverständigen Prüfer in diesem Zeitraum ohne Weiteres möglich, wie Umfang und Inhalt des Prüfungsberichts zeigen. Der Umstand, dass das von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebene Bewertungsgutachten von [ ] auf den 29. Juli 2015 datiert, also erst wenige Tage vor Erstattung des Prüfungsberichts fertiggestellt worden ist, spricht nicht gegen die eigenständige Durchführung der Angemessenheitsprüfung durch den sachverständigen Prüfer. Die Parallelprüfung durch den vom Mehrheitsaktionär beauftragten Gutachter und durch den vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfer ist zulässig (Singhof, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 327c Rn. 10) und kein Indiz für mangelnde Sorgfalt bei der Prüfung. Der im vorliegenden Fall vorgelegte Prüfungsbericht lässt an vielen Stellen auch erkennen, dass der sachverständige Prüfer eigenständige Analysen, Bewertungen und Berechnungen durchgeführt hat.

## 3. Grundsätze der Angemessenheitsprüfung

Ziel des Verfahrens ist nach § 327a Satz 1 AktG die Feststellung, ob die vom Mehrheitsaktionär angebotene Abfindung angemessen ist. Sollte dies nicht der Fall sein, muss das Gericht gemäß § 327f Satz 2 AktG selbst auf Antrag die angemessene Barabfindung bestimmen. Die Barabfindung muss gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses zur Übertragung der Aktien auf den Mehrheitsaktionär berücksichtigen.

## a) Bewertung als Tatsachenfrage

Der ausscheidende Aktionär muss nach Art. 14 Abs. 1 GG erhalten, „was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, Rn. 47, juris). Er muss „für den Verlust seiner Rechtsposition und die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung wirtschaftlich voll entschädigt werden“, die Entschädigung muss „den ‚wahren‘ Wert des Anteilseigentums widerspiegeln“ (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 –, Rn. 21, juris m.w.N.).

Es gibt allerdings nicht „den einen exakten oder wahren Unternehmenswert“ und auch keine als „einzig richtig“ anerkannte Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts einer Aktie. Es kann nicht einmal festgestellt werden, dass eine der gebräuchlichen Methoden in der Wirtschaftswissenschaft unumstritten wäre (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 138). Die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden ist mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden, die aus juristischer Sicht jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 67). Die Wertzumessung ist stets personen- und situationsbezogen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 55).

Wie der BGH ausgeführt hat, enthalten weder das Grundgesetz noch das einfache Gesetz Bestimmungen, nach welcher Methode der Unternehmenswert zu ermitteln ist. „Die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode ist keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung und beurteilt sich nach der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und –praxis“ (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, Juris Rn. 12). Letztere eröffnet Bewertungsspielräume.

Bei der Bewertung der Aktien gibt es eine ganze Bandbreite an Werten, die als angemessen zu akzeptieren sind (Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 886).

Der Wert ist nach §§ 287 Abs. 2 ZPO, 738 Abs. 2 BGB vom Gericht zu schätzen (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, juris Rn. 20, 21; BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, Juris Rn. 12).

Die Formulierung „voller“ bzw. „wahrer“ Wert führt bei genauer Betrachtung nicht weiter.

Stattdessen muss nach dem richtigen Wert für den jeweiligen Bewertungszweck gesucht werden. Das ist bei der Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Verkehrswert der Aktien der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre (Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 882). In der Literatur wird vertreten, dass der hier relevante Verkehrswert dieser Aktien mit dem „quotalen Unternehmenswert“ übereinstimmen kann, aber nicht muss (Welf Müller, in FS Bezenberger 2000, Seite 705 ff., 715, 719).

#### b) Bewertungsobjekt

Der BGH scheint in der bereits zitierten Entscheidung von 2015 offen zu lassen, ob im Falle des § 327a AktG auf die einzelne, vom Minderheitsaktionär gehaltene Aktie als Bewertungsobjekt oder auf den anteiligen, in der Aktie verkörperten Wert des Gesamtunternehmens abzustellen ist. Er formuliert: „Wenn die Abfindung nicht nach dem Anteilswert, der in der Regel dem Börsenwert der gehaltenen Aktien zu entnehmen ist, bestimmt wird, ist der Anteil des Minderheitsaktionärs am Unternehmenswert zugrunde zu legen“ (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, Juris Rn. 12). Die Aktie einerseits und das Unternehmen, an dem eine quotale Beteiligung besteht, sind freilich unterschiedliche Bewertungsobjekte (Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 892; Schüppen, ZIP 2016, 1413 ff., 1417).

In der Literatur wird im Falle des „Squeeze Out“ teils auf den „vollen Wert des Gesamtunternehmens“ als Grundlage abgestellt, von dem dann der quotale Anteil zu errechnen ist (Koch, in Hüffer/Koch, AktG Kommentar 12. Aufl. 2016, § 305 Rn. 51 und Rn. 38; wohl auch Singhof, DB 2016, 1185, 1186). Andere stellen auf den „vollen Wert der Beteiligung des außenstehenden Aktionärs an der Gesellschaft“ (Veil, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 305 AktG Rn. 45) bzw. auf den Marktwert seines Anteils ab (vgl. Hüffer/Koch AktG § 305 Rn. 37-38, beck-online m.w.N.). Teilweise wird bei der Fokussierung auf den Anteilswert darauf hingewiesen, dieser müsse nicht zwangsläufig dem quotalen Unternehmenswert entsprechen (Welf Müller, in FS Bezenberger 2000, Seite 705 ff., 715, 719; zu einem anderen Verständnis der BGH-Entscheidung vom 12. Januar 2016 - nämlich zu einem wohl gebotenen „Gleichlauf“ der Werte - gelangt Schüppen, ZIP 2016, 1413 ff., 1417).

Die unterschiedliche Akzentuierung kann sich praktisch auswirken, wenn man bedenkt, dass der Gesamtwert eines Unternehmens, das sich (vor dem Übertragungsbeschluss fiktiv) in einer Hand befindet, oder der Wert auch nur einer wesentlichen Beteiligung daran, welche ggf. die Kontrolle im übernahmerechtflichen Sinne erlaubt und für die am Markt re-

regelmäßig eine „Kontrollprämie“ oder ein „Paketzuschlag“ bezahlt wird, im Einzelfall durchaus höher sein kann als die Summe der Verkehrswerte der einzelnen Aktien des (fiktiven) Pakets. Sind etwa nur stimmrechtslose Vorzugsaktien am Markt verfügbar (z.B. an der Börse gehandelt), die anders zu bewerten sind als stimmberechtigte Stammaktien, so müsste bei einer Betonung des Gesamtwerts des Unternehmens als Ausgangspunkt zunächst dieser zu schätzende Gesamtwert anteilig auf die Gattung der Vorzugs- und Stammaktien heruntergebrochen und deren anteiliger Gesamtwert in einem weiteren Schritt durch die Zahl der in der jeweiligen Gattung ausgegebenen Aktien dividiert werden, um den „wahren“ Wert der individuellen Aktie zu ermitteln.

Die Relevanz der Frage nach dem richtigen Bewertungsobjekt (Gesamtunternehmen oder einzelne Aktie) wird auch deutlich bei der - durch den BGH in der Entscheidung vom 12. Januar 2016 (II ZB 25/14) noch nicht beendeten - Diskussion, ob der Barwert der Ausgleichszahlungen aufgrund eines BGAV bei der Abfindungsbestimmung im Falle eines anschließenden „Squeeze Out“ das Unternehmen prägt und (als Untergrenze bzw. überhaupt) zu berücksichtigen ist (verneinend Wasmann, DB 2017, 1433 ff.) oder ob er jedenfalls den Wert der Aktien der außenstehenden Aktionäre beeinflusst (für die Berücksichtigung beim „Squeeze Out“ Singhof, DB 2016, 1185).

Der Anteilswert richtet sich nach der subjektiven Einschätzung des Anteilseigners über den Wert der Beteiligung an einem Unternehmen unter Berücksichtigung seiner persönlichen Verhältnisse und Ziele. In die Bewertung des Anteils fließen neben der Erwartung künftiger Ausschüttungen (Dividenden oder Ausgleichszahlungen) auch das Bestehen oder Nichtbestehen von Rechten aus der mitgliedschaftlichen Stellung (etwa: Stimmrecht) ein (vgl. Paul, BB 2016, 1073). Der Wert eines Unternehmens wird dagegen unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele grundsätzlich durch dessen Eigenschaft bestimmt, Einnahmehüberschüsse zu erwirtschaften (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 33).

Wenn es um die Prüfung geht, ob die angebotene Abfindung angemessen ist, spricht der Wortlaut des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG, der auf die „Verhältnisse der Gesellschaft“ Bezug nimmt, auf den ersten Blick für die Orientierung am (anteiligen) Gesamtunternehmenswert.

Nimmt man die Norm hingegen aus der verfassungsrechtlichen Perspektive des Art. 14 Abs. 1 GG in den Blick, so muss der ausgeschiedene Minderheitsaktionäre eine „volle Ent-

schädigung“ für seinen Rechtsverlust, d.h. den Verlust seiner mitgliedschaftlichen Stellung bekommen. Das BVerfG hat 1999 formuliert: „Auszugleichen ist, was dem Minderheitsaktionär an Eigentum im Sinne von Art. 14 Abs. 1 GG verloren geht“. Dabei dürfe die Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts nicht außer Betracht bleiben. Weiter heißt es: „Darüber hinaus muss die Abfindung so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung ... (zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme) erlangt hätten“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, Rn. 54, 56).

Bei einem Übertragungsbeschluss nach § 327a AktG verliert der Minderheitsaktionär mit der Handelsregistereintragung gemäß § 327e Abs. 3 AktG das Eigentum an den von ihm gehaltenen Aktien. Bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“, also einem „freihändigen Verkauf“ an einen Dritten, hätte er als Minderheitsaktionär realistischweise am Markt nicht einen rechnerischen Anteil des Werts des Gesamtunternehmens, an dem er mit einzelnen Aktien beteiligt war, auf der Grundlage einer von einem Wirtschaftsprüfer durchgeführten Unternehmensbewertung erhalten, sondern den Verkehrswert der von ihm gehaltenen Aktien Erlöst. Dies spricht dafür, künftig bei der Angemessenheitsprüfung mehr den Verlust der vom Minderheitsaktionär gehaltenen Aktien in den Blick zu nehmen (vgl. schon Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 892). § 327b Abs. 1 AktG gebietet nur die „Berücksichtigung“ der Verhältnisse der Gesellschaft, nicht aber, dass eine (fiktive) Bewertung des Gesamtunternehmens stets zum Ausgangspunkt für die Bewertung des individuellen Verlusts des Aktieneigentums durch den Übertragungsbeschluss genommen wird.

Lediglich aus dem unmittelbar für die BGB-Gesellschaft geltenden § 738 Abs. 2 BGB ergibt sich, dass beim Ausscheiden eines Gesellschafters auf den zu schätzenden Wert des Gesellschaftsvermögens abzustellen ist. Das schließt im Falle einer börsennotierten Aktiengesellschaft freilich nicht aus, die Bewertung des Gesamtunternehmens durch eine Multiplikation des Börsenkurses mit der Zahl der ausgegebenen Aktien vorzunehmen.

#### c) Prüfungsschritte der Angemessenheitsprüfung

Im Falle einer richterlichen Angemessenheitsprüfung obliegt es nach Auffassung der Kammer im ersten Schritt dem Tatrichter nur zu prüfen, ob die Unternehmensbewertung nach dem Bewertungsgutachten und dem Bericht des sachverständigen Prüfers „auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Methoden



beruht“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, Rn. 148). Dazu gehört auch, ob die von diesen vorgenommene Bewertung methodisch konsistent ist, ob die inhaltlichen Prämissen der Bewertung des Hauptaktionärs zugrunde gelegt werden können, ob der Börsenkurs berücksichtigt wurde, und ob die zugrunde liegenden Daten und Zukunftseinschätzungen fachgerecht abgeleitet wurden (Singhof, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 327c Rn. 10). Ist das der Fall, so bilden das Gutachten und der Bericht eine hinreichende Schätzgrundlage, so dass die Angemessenheit der vom Hauptaktionär angebotenen Abfindung bejaht werden kann (OLG Stuttgart, a.a.O. Rn. 148). Das gilt selbst dann, wenn die vom Bewertungsgutachter und dem sachverständigen Prüfer herangezogene Methode aus Sicht des Gerichts „nicht optimal“, aber „angemessen, geeignet und vertretbar“ ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, Rn. 35). Das OLG Stuttgart hat ausgeführt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 141): „Das Gericht ist im Rahmen seiner Schätzung des Verkehrswertes des Aktieneigentums nicht gehalten, darüber zu entscheiden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode richtig sind. Vielmehr können Grundlage der Schätzung des Anteilswerts durch das Gericht alle Wertermittlungen sein, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion nicht einhellig vertreten werden.“ Daran ist auch nach der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 - II ZB 23/14 (dazu sogleich) festzuhalten.

Ergibt sich hingegen im ersten Prüfungsschritt die Unangemessenheit der angebotenen Abfindung, so muss das Gericht im zweiten Prüfungsschritt nach § 327f Satz 2 AktG selbst die angemessene Abfindung bestimmen. In diesem zweiten Prüfungsschritt muss der Tatrichter im Spruchverfahren selbst eine geeignete und aussagekräftige Bewertungsmethode wählen, die gewährleistet, dass die Abfindung „nicht unter dem Verkehrswert“ der Aktie liegt (BGH, Beschluss v. 29. September 2015 - II ZB 23/14, Rn. 34).

#### d) Relevanz des Börsenkurses bei der Bewertung

In Rechtsprechung und Literatur herrschte früher Skepsis, wenn es um die Heranziehung von Börsenkursen bei aktienrechtlichen Bewertungsfragen ging. Man glaubte, die Börsenkurse einer Aktie drückten allein die Bewertung durch kurzfristige und spekulative Anleger

aus und seien für langfristig orientierte Anleger ohne jede Aussagekraft. Man hielt früher eine Differenzierung zwischen Börsenkurs und „wahrem Wert“ für erforderlich. Die Skepsis gegenüber Börsenkursen als Bewertungsgrundlage kommt beispielsweise in zwei BGH-Entscheidungen von 1967 und 1978 zum Ausdruck. Die Kursbildung an der Börse unterliege Angebot und Nachfrage, hänge aber auch „von der Größe oder Enge des Marktes, von zufallsbedingten Umsätzen, von spekulativen Einflüssen und sonstigen nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Ereignissen, Gerüchten, Informationen, psychologischen Momenten oder einer allgemeinen Tendenz“ ab. Der Börsenkurs unterliege „unberechenbaren Schwankungen und Entwicklungen“. Das schließe es aus, der Berechnung der angemessenen Abfindung den Börsenkurs zugrunde zu legen (BGH, Urteil vom 30. März 1967 – II ZR 141/64 –, Rn. 11, juris; vgl. auch BGH, Urteil vom 13. März 1978 – II ZR 142/76, BGHZ 71, 40-53, Rn. 27 „Kali & Salz“ zur Bewertung der Angemessenheit der Gegenleistung für bei einer Kapitalerhöhung ausgegebene neue Aktien, die „grundsätzlich nicht nach Börsenkursen, sondern nach dem „wirklichen“, unter Einschluss stiller Reserven und des inneren Geschäftswerts zu ermittelnden Wert zu bestimmen sei; zum Ganzen Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 8. Aufl. § 305 AktG Rn. 42; Riegger/Gayk, in Kölner Kommentar AktG 3. Aufl. 2013, Anh. § 11 SpruchG Rn. 65).

Das Bild, das sich die Rechtsprechung vom Börsenkurs gemacht hat, hat sich jedoch in den letzten Jahren gewandelt.

Das BVerfG hat in der bereits erwähnten Entscheidung von 1999 als Besonderheit des Aktieneigentums die Verkehrsfähigkeit der Aktie betont und ausgeführt: „Darin unterscheidet sich die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft von anderen Unternehmensbeteiligungen. Vor allem trifft das auf Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften zu, die es dem Gesellschafter, jedenfalls in Zeiten eines funktionierenden Kapitalmarktes, praktisch jederzeit erlauben, sein Kapital nach freiem Belieben zu investieren oder zu deinvestieren. Die Aktie ist aus der Sicht des Kleinaktionärs gerade deshalb so attraktiv, weil er sein Kapital nicht auf längere Sicht bindet, sondern sie fast ständig wieder veräußern kann“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 55).

Mit Blick auf die Verkehrsfähigkeit der Aktie darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Denn der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch die Strukturmaßnahme erleidet, stellt

sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar, und dieser Verkehrswert ist „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 56, 60, 63).

Das BVerfG hat in der Entscheidung von 1999 weiter ausgeführt, der Verkehrswert bilde die Untergrenze der "wirtschaftlich vollen Entschädigung" (a.a.O. Rn. 63).

Der BGH hat daraus zunächst abgeleitet, dem außenstehenden Aktionär müsse „grundsätzlich mindestens der Börsenwert als Barabfindung“ gezahlt werden. Börsenwert der Aktie und daraus gebildeter „Börsenunternehmenswert“ könnten zwar „mit dem nach § 287 Abs. 2 ZPO ermittelten Unternehmenswert sowie der quotale darauf bezogenen Aktie“ übereinstimmen (Anmerkung: mit dem „nach § 287 Abs. 2 ZPO ermittelten Unternehmenswert sowie der quotale darauf bezogenen Aktie“ dürfte hier der anteilige Ertragswert gemeint sein). Mit Rücksicht auf „unterschiedliche Ansätze“ der Bewertung durch den Markt und der Wertermittlung durch sachverständige Begutachtung könnten diese Werte aber auch differieren. Nach dem Beschluss des BVerfG von 1999 sei der Minderheitsaktionär zum Verkehrswert der Aktie abzufinden, wenn dieser Wert höher sei als der Schätzwert. Wenn jedoch der Schätzwert höher sei als der Börsenwert, stehe dem Aktionär der „höhere Betrag des quotale auf die Aktie bezogenen Schätzwertes zu“ (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, juris Rn. 17, 21 „DAT/Altana“).

Das war so zu verstehen und wurde auch so verstanden, dass neben dem Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12 –, juris Rn. 19) stets noch ein Wert „im Wege der Schätzung“ nach der Ertragswertmethode zu ermitteln sei. Der (durchschnittliche) Börsenkurs wurde somit nicht für die eigentliche Bewertung, sondern nur zu Kontrollzwecken im Sinne einer Plausibilitätsbeurteilung herangezogen (vgl. Riegger/Gayk, in Kölner Kommentar a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rn. 74).

Das BVerfG hat jedoch in zwei Entscheidungen von 2011 und 2012 noch einmal betont, dass es um den Betrag geht, den die Minderheitsaktionäre „bei einer freien Deinvestitionsentscheidung“ erhalten hätten, und klargestellt: Erstens ist die Anwendung der Ertragswertmethode verfassungsrechtlich nicht geboten. Zweitens kann „bei Einhaltung bestimmter Mindeststandards“ (das Gericht verweist insoweit auf die Rechtsprechung des OLG) auch eine Bewertung allein anhand des Börsenkurses genügen. Drittens haben die Minderheits-

aktionäre keinen Anspruch darauf, dass der anteilige Wert ihres Aktieneigentums nach allen erdenklichen Methoden ermittelt und die angemessene Abfindung nach dem „Meistbegünstigungsprinzip“ festgestellt wird (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom / T-Online“, juris Rn. 23, 24; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 –, juris Rn. 18; zur Ablehnung des „Meistbegünstigungsprinzips“ schon OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 - 20 W 7/11 Seite 52 zur Abfindung und Ausgleichszahlung nach BGAV im Fall der KGF AG, Bl. 376 der beigezogenen Akte).

In der „Stollwerck“-Entscheidung von 2010 hat der BGH ausgeführt, dass die angemessene Abfindung im entschiedenen Fall nach dem höheren Börsenwert der Aktie zu bestimmen sei, da dieser über dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Schätzwert liege und keine Marktengpass bestanden habe (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 10). In der Entscheidung vom 29. September 2015 (II ZB 23/14 Rn. 33) hat der BGH schließlich die „marktorientierte Methode nach dem Börsenwert des Unternehmens“ als grundsätzlich gleichberechtigte Methode neben der Ertragswertmethode und anderen Bewertungsmethoden aufgezählt.

e) Grundsätzliche Zulässigkeit der Bewertung allein anhand des Börsenkurses

Manche Gerichte sind der Auffassung, dass die marktorientierte Bewertung eines börsennotierten Unternehmens anhand von Börsenkursen nicht ausreicht, weil der Börsenkurs „stets nur als Mindestwert einer angemessenen Barabfindung anzusehen“ sei und gegebenenfalls ein höherer, nach dem Ertragswertverfahren berechneter Wert als Abfindung zugesprochen werden müsse (LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, juris Rn. 189 – in einem Fall, in dem das Gericht den Börsenkurs offenbar für aussagekräftig hielt, vgl. Rn. 183 ff.).

Auch in der Literatur wird vertreten, die Ermittlung des Unternehmenswerts sei zur Ermittlung des „fundamentalen Werts der Mitgliedschaft“ unverzichtbar. Nur in „extremen Ausnahmefällen“ sei es „überhaupt diskutabel“, den Unternehmenswert anhand von Börsenkursen zu schätzen. Ein solcher Ausnahmefall (als Kriterien werden genannt: überwiegender Streubesitz, hohe Liquidität der Aktie, im Markt bekanntes Interesse) liege in „Squeeze Out“-Fällen nie vor (Schüppen, ZIP 2016, 1413 ff., 1416).

Nach einer anderen, ebenfalls in der Literatur vertretenen Auffassung kommt bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft neben der herkömmlichen, betriebswirtschaftlich anerkannten Ertragswertmethode auch die Heranziehung des Börsenkurses als alternative Bemessung in Betracht. Ist nur ein Teil der Aktien börsennotiert, gilt das zumindest für börsennotierte Papiere (Koch, in Hüffer/Koch a.a.O. § 305 Rn. 36). Ein „aussagekräftiger Börsenwert“ entspreche dem Verkehrswert (Ruiz de Vargas/Schenk, AG 2016, 354, 357).

Inzwischen haben sich mehrere Gerichte - auch der BGH - dafür ausgesprochen, dass es im Einzelfall bei einer lediglich am Börsenkurs orientierten, „marktorientierten“ Bewertungsmethode bleiben kann.

Für die im Rahmen der Ausübung des Schätzungsermessens nach § 287 Abs. 2 ZPO bestehende Freiheit, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen, haben sich bereits vor der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 mehrere Oberlandesgerichte ausgesprochen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 138 ff., 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 67; OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35 ff., 52 ff.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Dezember 2013 – 21 W 40/11 –, Rn. 43, juris; im Grundsatz auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12 –, juris Rn. 24, einschränkend jedoch bei nicht aussagekräftigem, weil im entschiedenen Fall durch öffentliche Angebote verzerrtem Börsenkurs).

Der BGH hat in der bereits erwähnten Entscheidung vom 29. September 2015 (II ZB 23/14 Rn. 33) neben der Ertragswertmethode eine Wertbestimmung durch eine „marktorientierte Methode nach dem Börsenwert des Unternehmens“, das dem der Ertragswertmethode „ähnlichen Discounted-Cash-Flow-Verfahren“ und in besonderen Fällen die Bewertung des Liquidationswerts als denkbare Methoden aufgezählt.

Im Anschluss an die weitere BGH-Entscheidung vom 12. Januar 2016 hat das OLG Düsseldorf in einer Entscheidung ausgeführt, dass im Grundsatz – wie sich aus dieser BGH-Entscheidung ergebe - eine Unternehmensbewertung in Spruchverfahren auch allein anhand des Börsenkurses erfolgen könne, wenn eine "effektive Informationsbewertung" durch die Marktteilnehmer vorliege (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. Dezember 2016 – I-26 W 25/12 (Aktie) –, Rn. 49, juris). Das LG Leipzig hat in einem im Dezember 2016 entschiede-

nen Spruchverfahren unter Verweis auf die BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 nur geprüft, ob der (durchschnittliche) Börsenkurs eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, und hat dies im entschiedenen Fall mangels Vorliegens einer Marktengung unter Überprüfung der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebVO bejaht, ohne auf Fragen der Ertragswertberechnung näher einzugehen (LG Leipzig, Beschluss vom 09. Dezember 2016 - 01 HK O 2401/15, Seite 8 ff. - unveröffentlicht; im Ergebnis bestätigt durch das OLG Dresden, Beschluss vom 16. August 2017, - 8 W 244/17, Seite 13 ff., freilich unter Überprüfung anhand der Ertragswertmethode).

Das LG Frankfurt war bereits 2012 bei einem „Squeeze Out“ zu dem Ergebnis gekommen, dass die Ertragswertmethode angesichts ihrer Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den Berechnungsparametern der kapitalmarktorientierten Ermittlung des Werts eines Unternehmens nicht überlegen sei (vgl. die bei Riegger/Gayk, in Kölner Kommentar AktG 3. Aufl. 2013, Anh. § 11 SpruchG Rn. 72 zitierte, unveröffentlichte Entscheidung).

Die 31. Kammer für Handelssachen des LG Stuttgart ist der Auffassung, dass zur Prüfung und Wahl der Bewertungsmethodik auch die trichterliche Beurteilung gehört, ob eine allein am Börsenkurs orientierte Abfindung im zu entscheidenden Einzelfall angemessen ist.

Bei Unternehmen, deren Aktien an der Börse gehandelt werden, ist die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses eine grundsätzlich geeignete und in der Regel zu angemessenen Ergebnissen führende Bewertungsmethode. Denn die Börse ist der Ort, an dem in einer Marktwirtschaft die Aktionäre und Personen, die Aktionäre der Gesellschaft werden wollen, ihre Wertschätzung zum Ausdruck bringen. Im Börsenkurs spiegelt sich die beobachtbare Wertschätzung der Marktteilnehmer wider. Der Börsenkurs reflektiert den größtmöglichen Konsens zwischen den Marktteilnehmern über den Wert der Aktie (OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, juris Rn. 54 ff., 56), weil gewöhnliche Marktteilnehmer regelmäßig die Börse als Ort des Handelns – als Handelsplatz (vgl. § 2 Abs. 5 BörsG) nutzen, wenn sie für den Aktienhandel zur Verfügung steht, und weil der Börsenkurs den Ausgleich von Angebot und Nachfrage reflektiert. Preise, die während der Börsenzeit an einer Börse festgestellt werden, sind Börsenpreise. Als Börsenpreise werden auch Preise angesehen, die während der Börsenzeit im Freiverkehr an einer Wertpapierbörse festgestellt werden (§ 24 Abs. 1 BörsG). Börsenpreise müssen ordnungsmäßig zu-

stande kommen und „der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen“ (so ausdrücklich § 24 Abs. 2 BörsG). Deshalb ist der Börsenkurs regelmäßig als Verkehrswert der Aktie anzusehen (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 -, juris Rn. 56, 60, 63).

Der BGH spricht in der „Stollwerck“-Entscheidung von 2010 die sich an der Börse widerspiegelnde „Markterwartung“ an, indem er formuliert, dass sich der Börsenkurs „aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet“, bis er durch das Bekanntwerden der bevorstehenden Strukturmaßnahme beeinflusst wird (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 23). Zu Recht geht der BGH somit davon aus, dass die Börsenkurse regelmäßig einen vom (Aktien-)Markt erwarteten Unternehmenswert abbilden.

Die Kammer ist nicht davon überzeugt, dass die Ertragswertmethode der marktorientierten Bewertung anhand des Börsenkurses methodisch stets überlegen wäre. Im Gegenteil. Die Kammer hat zwar keinen Zweifel, dass auch die – als solche allgemein anerkannte - Ertragswertmethode zu angemessenen Ergebnissen führen kann. Wenn für bestimmte Unternehmensanteile (wie etwa GbR-, GmbH-Anteile) kein (organisierter) Markt wie eine Börse existiert, bleibt nur die indirekte Vorgehensweise, zunächst einen hypothetischen Verkehrswert für das Unternehmen insgesamt aus Sicht eines gedachten bestinformierten Käufers zu ermitteln, den es in der Realität aber nicht gibt. In einem zweiten Schritt muss bei der Ertragswertmethode aus diesem hypothetischen Verkehrswert, der anhand diskontierter prognostizierter künftiger Erträge des Unternehmens gewonnen wurde, dann der Wert des Anteils abgeleitet werden. Existiert hingegen für Unternehmensanteile wie Aktien ein beobachtbarer Marktpreis, so wird das Bewertungsproblem aber „im Ansatz von den Füßen auf den Kopf“ gestellt, wenn man statt dieser „denkbar einfachsten und zudem naheliegenden Bewertungsmöglichkeit“ eine aufwendige (hypothetische) Ertragswertbetrachtung vornimmt und über diese indirekt einen hypothetisch fairen Wert der Aktie aus Sicht eines idealtypisch bestinformierten Aktionärs mit fiktivem Zugang zu sämtlichen bewertungsrelevanten Unternehmensdaten rechnerisch ermittelt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, juris Rn. 58). Mit dem Wert, den der Aktionär im Falle einer börsennotierten Gesellschaft bei einer freien Deinvestitionsentscheidung durch Veräußerung seiner Aktien an dem ihm zur Verfügung stehenden Markt – der Börse – erzielen könnte, hat dieses theoretische Ergebnis allenfalls zufällig etwas zu tun.

Auf einem funktionierenden Kapitalmarkt liefert der Markt – auch aus Sicht des Gesetzgebers - die richtige Unternehmensbewertung (BT-Drucks. 13/9712, S. 13). Deshalb zieht der Steuergesetzgeber zur Bewertung von Unternehmensanteilen regelmäßig den Marktpreis (d.h.: Börsenkurs) heran, wenn ein solcher existiert, und greift nur hilfsweise auf andere Bewertungsverfahren – etwa das Ertragswertverfahren – zurück (vgl. §§ 9, 11 Abs. 1 BewG).

Die Kammer verkennt nicht, dass die Kapitalmarkteffizienz häufig nur in abgestufter Form zu finden sein wird. Ein hocheffizienter Kapitalmarkt läge nur dann vor, wenn sämtliche überhaupt existierenden, wertbeeinflussenden Informationen über die Aktie und das Unternehmen stets allen Marktteilnehmern vorlägen und dementsprechend in den Aktienkursen reflektiert wären. Davon kann in der Praxis aber nicht ausgegangen werden. Der Kapitalmarkt wie auch die Bewertung nach dem Ertragswertverfahren durch unternehmensexterne Wirtschaftsprüfer steht vor dem Problem des Zugangs zu allen relevanten Unternehmensdaten. Der ausscheidende Minderheitsaktionär kann eine realitätsgerechte Bewertung seiner Aktie verlangen, die sich am Verkehrswert orientieren muss. Die partielle Informationsineffizienz des Kapitalmarkts spricht nicht gegen die Legitimität der Heranziehung real gebildeter (Markt-)Preise für die Aktie bei der Bestimmung des Verkehrswerts. Denn man kann zumindest davon ausgehen, dass erstens in die Wertpapierkurse zwar nicht alle vorhandenen, aber doch alle der Öffentlichkeit zugänglichen Informationen Eingang finden, und dass zweitens von schlecht informierten oder irrational agierenden Marktteilnehmern aufgerufene, zu geringe Angebotspreise schnell von gut informierten, professionellen Anlegern ausgenutzt und zur eigenen Gewinnmaximierung genutzt werden mit der Folge, dass sich der Kurs nach kurzer Zeit dem Wert angleicht, den die bestinformierten Anleger der Aktie beimessen (zum Ganzen vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, juris Rn. 63 ff.).

Der BGH hat bereits in der Entscheidung vom 12. März 2001 (II ZB 15/00 – Rn. 19) darauf abgestellt, dass für die Legitimation zur Heranziehung der Börsenkurse maßgeblich sei, ob und dass „die Börse auf der Grundlage der ihr zur Verfügung gestellten Informationen“ zu einer zutreffenden Bewertung gelangt. Eine strenge Informationseffizienz im Sinne einer Freiheit des Marktes von Informationsasymmetrien verlangt er demnach für die Aktienbewertung nicht. In der Entscheidung vom 12. Januar 2016 formuliert der BGH, dass der Anteilswert „aufgrund einer Unternehmensbewertung zu ermitteln sei“, wenn „im konkreten Fall von der Möglichkeit einer solchen effektiven Informationsbewertung nicht ausgegangen werden



(kann), so dass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den (mindestens zu gewährenden) Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt" (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 –, a.a.O., Rn. 23). Das kann im Umkehrschluss nur bedeuten, dass die Heranziehung von Börsenkursen zur Bewertung im Spruchverfahren legitim ist und ausreicht, wenn es keine Anhaltspunkte für eine „ineffektive Bewertung“ der dem Kapitalmarkt zugänglich gemachten Informationen gibt.

Zudem sind andere Märkte (etwa der Antiquitäten- oder Kunstmarkt) zumindest in Teilbereichen weit weniger transparent und stellen im Sinne der Informationseffizienz keineswegs sicher, dass allen Marktteilnehmern sämtliche vorhandenen wertbildenden Faktoren bekannt sind, bevor gehandelt wird. Dennoch würde niemand bezweifeln, dass ein an solchen Märkten zustande gekommener Preis im Grundsatz dem „Verkehrswert“ des gehandelten Gutes entspricht. Selbst beim Unternehmenskauf lässt sich durch die „Due Diligence“ und die Vertragsgestaltung nicht vollkommen gewährleisten, dass Käufer und Verkäufer über denselben Informationsstand bezüglich aller wertbildenden Faktoren verfügen. Dennoch legen die Gerichte die Preisvereinbarung zwischen den Parteien als angemessen zugrunde.

Die Ertragswertmethode hat zwar gegenüber der marktorientierten Bewertung nach Börsenkursen den Vorteil, dass sie auch der Öffentlichkeit nicht zugängliche, bewertungsrelevante Informationen etwa zur Unternehmensplanung, ausschließlich unternehmensintern zur Verfügung stehende Informationen über die Konkurrenzsituation am Markt oder interne Informationen über noch nicht öffentlich bekannte Produktentwicklungen mit Ertragspotential wie auch noch nicht öffentlich bekannte, aber unternehmensintern bei der Planung berücksichtigte Ertragsrisiken berücksichtigen kann und sollte. Auf diesen besonderen Wert einer Ertragswertbegutachtung durch einen Wirtschaftsprüfer als Sachverständigen, „in das Unternehmen hineinschauen zu können“, hat vorliegend der sachverständige Prüfer in der mündlichen Verhandlung am 06. März 2018 im Grundsatz zutreffend hingewiesen (Bl. 524 d.A.).

Dennoch: Leitlinie bei der Angemessenheitsdiskussion muss die verfassungsgerichtliche Vorgabe sein, den Betrag zu ermitteln, der dem Verkehrswert der Aktie entspricht. Das ist der Betrag, den der außenstehende Aktionär bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ bzw. einer fiktiven Veräußerung am Markt zu diesem Zeitpunkt bekommen hätte (auch wenn er im Falle des § 327a AktG unter Umständen nicht veräußern wollte und nicht freiwillig ver-

äußert hätte). Der außenstehende Aktionär hat an dem nur unvollkommen informierten Kapitalmarkt bei einer freien Deinvestitionsentscheidung praktisch keine Chance auf eine Realisierung potentiell werterhöhender, aber am Kapitalmarkt noch nicht bekannter Faktoren. Umgekehrt werden ihm – über bloß spekulative Erwägungen anderer Marktteilnehmer hinausgehend - bei einer freien Veräußerung über die Börse am Kapitalmarkt im Rahmen der Preisbildung auch keine öffentlich noch unbekanntem unternehmensinternen Risiken „entgegengehalten“; er hat vielmehr die Chance, dann dennoch den – bei Ertragswertbetrachtung eigentlich „zu hohen“ – Börsenkurs als von der Öffentlichkeit so wahrgenommenen Verkehrswert zu realisieren. Eine „Kombinationsmethode“ dahingehend, dem Aktionär mindestens den Börsenkurs als „Untergrenze“ und zugleich einen etwaigen höheren Ertragswert zuzubilligen, ihm einen etwaigen im Vergleich zum Börsenkurs niedrigeren Ertragswert aber nicht zum Nachteil gereichen zu lassen, läuft letztlich auf eine unbillige „Rosinentheorie“ hinaus, die Chancen und Risiken ungleich verteilt und weder einfachgesetzlich legitimiert werden kann noch verfassungsrechtlich geboten ist.

Die verfassungsgerichtliche Vorgabe, zu gewähren sei das, was die Minderheitsaktionäre bei einer (fiktiven) „freien Deinvestitionsentscheidung“ bekommen hätte, hat der BGH selbst gleichgesetzt mit dem Betrag, den sie „ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme bei einem Verkauf des Papiers erlösten hätten“ (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 21 „Stollwerck“). Das ist aus der Perspektive der Minderheitsaktionäre im Regelfall nichts anderes als der Börsenkurs. Denn auf einem außerbörslichen Markt hätten sie ihre Aktien – außer möglicherweise an den Hauptaktionär – regelmäßig nicht, schon gar nicht zu höheren Preisen als an der Börse, verkaufen können.

Hinzu kommt, dass Aktionäre bei der individuellen Kauf- oder Verkaufentscheidung häufig auch fundamentalanalytische Daten und Vergleiche mit Papieren anderer Emittenten in ihre Bewertung einfließen lassen, so etwa die Dividendenrendite, das Kurs-Gewinn-Verhältnis (eine Aktie, die mit einem KGV unterhalb des langjährigen branchenspezifischen Mittelwert liegt, gilt als günstig), das Kurs-Buchwert-Verhältnis, das Kurs-Umsatz-Verhältnis, die Gesamtkapitalrendite oder die Eigenkapitalquote (insbesondere als Indikator für die finanzielle Stabilität oder Fremdkapitalabhängigkeit eines Unternehmens). Die Informationen und Mittel zur Ertragswertberechnung stehen den Minderheitsaktionären am Markt regelmäßig nicht zur Verfügung, sie spielen am Markt keine Rolle. „Kein rational handelnder Minder-

heitsaktionär wird seine Entscheidung ernsthaft davon abhängig machen, was der zum Bewertungsstichtag gültige IDW-Standard vorschreibt.“ (Fleischer, AG 2016, 185, 195 unter Hinweis auf eine ökonomische Dissertation von Karami, Unternehmensbewertung im Spruchverfahren beim „Squeeze-out“, 2014, S. 252). Der mithilfe der Ertragswertmethode ermittelte „Unternehmenswert“ ist aufgrund zahlreicher dem Verfahren immanenter Unwägbarkeiten notwendigerweise eine Fiktion (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 256, juris). Demgegenüber beruhen Börsenkurse regelmäßig auf einem realen Handelsgeschehen.

Stellen viele Anleger zur gleichen Zeit fundamentalanalytische Vergleichsüberlegungen zu den genannten Kennzahlen bei ihrer Anlageentscheidung an, kann sich das bei börsennotierten Unternehmen, die derselben Branchen angehören, durchaus in einer erhöhten Nachfrage nach einer bestimmten Aktie und einer sinkenden Nachfrage nach einer anderen äußern. Bei der realistischen Kapitalmarkt看wertung relevante fundamentalanalytische Kennzahlen wie etwa das KGV oder die Dividendenrendite bleiben jedoch beim klassischen Ertragswertverfahren außer Betracht oder werden allenfalls zur „Plausibilisierung“ des gefundenen Ergebnisses am Rande gestreift (vgl. hier –Gutachten Seite 81 f.). Viele dieser fundamentalanalytischen Kennzahlen verwenden den Aktienkurs als Bezugsgröße.

Losgelöst von der Frage des Effizienzgrades des Kapitalmarkts allgemein oder in Bezug auf den Handel mit der konkreten Aktie, kommt noch ein weiterer Gesichtspunkt hinzu, der bei Existenz von Börsenkursen grundsätzlich für deren Heranziehung zur Feststellung des Verkehrswerts der Aktie als angemessener Abfindungshöhe spricht: Wenn sich Minderheitsaktionäre auf einen (wenn auch eingeschränkt effizienten) Kapitalmarkt begeben, um dort Aktien zu erwerben, so unterwerfen sie sich auch für den Fall einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ von vornherein den jeweiligen Marktgegebenheiten. Sie erwerben die Aktien an der Börse regelmäßig nicht in der Erwartung, später eine Abfindung auf der Grundlage eines Ertragswertgutachtens zu bekommen, sondern allenfalls in der Hoffnung, diese Aktie später gegebenenfalls an der Börse wieder zu einem mindestens gleich hohen Preis nach Vereinnahmung von Dividenden veräußern zu können. Der Markt, auf den sie sich bei der Investitionsentscheidung begeben haben, gewährt ihnen keine Sicherheit, dass ihre (Gewinn-)Erwartung zum Zeitpunkt einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ auch eintritt. Der Unterschied zum „Squeeze Out“ liegt indes darin, dass der Minderheitsaktionär bei freiem Verkauf den Zeitpunkt seiner Deinvestitionsentscheidung, u.U. orientiert am Börsen-

kurs, frei bestimmen kann. Das ist ihm bei einem Übertragungsbeschluss verwehrt.

Ausgeschlossene Minderheitsaktionäre, die nach §§ 327a ff. AktG ausscheiden, sind, wie bereits ausgeführt, so zu stellen, wie sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung stünden. Sie müssen sich nach Auffassung der Kammer deshalb auch bei der Verkehrswertbestimmung grundsätzlich auf die jeweiligen Marktgegebenheiten verweisen lassen und können nicht im Sinne einer Meistbegünstigungsmethode erwarten, dass in jedem Fall ein hypothetischer anteiliger Ertragswert ermittelt wird. Der Mehrheitsaktionär schuldet ihnen den Verkehrswert ihrer Anteile, der nicht zwangsläufig mit dem nach der Ertragswertmethode berechneten anteiligen Wert übereinstimmt (vgl. Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 892).

Die Bewertung nach der Ertragswertmethode muss mit Plausibilisierungen und Schätzungen arbeiten. Die Methode ist mit zahlreichen Unschärfen und Unwägbarkeiten behaftet (so schon OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 256, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 09. Dezember 2008 – WpÜG 2/08 –, juris Rn. 57). Kern des Ertragswertverfahrens ist die Diskontierung prognostizierter künftiger Erträge, deren Höhe aber nicht bekannt ist, die also nur aufgrund der bisherigen Erträge, der Unternehmensplanungen und allgemeinen Einschätzungen der Zukunft geschätzt werden können. Der Ertragswertmethode, ob nun in Gestalt des CAPM oder des Tax-CAPM, wird in der Literatur vorgeworfen, dass die gebräuchlichen Berechnungsmodelle aufgrund ihrer Bedingungen, die nur in einer idealen Modellwelt Gültigkeit hätten, eine „pseudo-mathematische Exaktheit“ vortäuschten. Die Konsequenz könne zum Schutz der außenstehenden Aktionäre nur darin liegen, „sich wo immer möglich an Marktpreisen zu orientieren“ (Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 8. Aufl. 2016, § 305 AktG Rn. 41a, 41b, 69b; auch Fleischer, AG 2016, 185, 192 mit der These, ein „marktorientierter Methodenpluralismus“ verspreche gegenüber der Ertragswertmethode „validere Unternehmenswerte“).

Bei einer Ertragswertberechnung etwa nach Tax-CAPM ist bei vielen Parametern eine ganze Bandbreite von Werten (insbesondere bei der Marktrisikoprämie) vertretbar und angemessen, ohne dass ein in die Formel eingesetzter Wert als allein „richtig“ und zu einem einzig zutreffenden „wahren Unternehmenswert“ führen würde. Bereits marginale Änderungen etwa beim Basiszins oder der Marktrisikoprämie können erhebliche Auswirkungen auf das Ergebnis der Ertragswertberechnung haben. Einige Antragsteller haben dies im vorliegen-

den Fall selbst aufgezeigt. So errechnet etwa der Antragsteller Ziff. 32, dass sich bei Änderung der Berechnungsparameter im Nenner ein Ertragswert pro Aktie von 57,36 EUR ergäbe (Bl. 318 d.A.) – während das von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebene Gutachten von zu einem Ertragswert von nur 34,79 EUR kam (Anl. AG 1 Übertragungsbericht Seite 12 und Gutachten Seite 100) und der sachverständigen Prüfer bei eigenen Berechnungen nicht zu gegenüber höheren Ergebnissen beim Ertragswert kam (Prüfungsbericht Seite 88). Der Antragsteller Ziff. 32 legt seiner Berechnung eine Anpassung des Basiszinssatzes auf 0,6, die Absenkung der Marktrisikoprämie auf 4,5 und die Erhöhung des Wachstumsabschlags auf 1,75% zugrunde. Hingegen scheinen andere Antragsteller eine Marktrisikoprämie von maximal 2,6% bzw. zwischen 3,02% und 3,07% für richtig zu halten (beispielsweise Antragsteller Ziff. 7, Bl. 83 ff. d.A.; Antragsteller Ziff. 18, Bl. 201 ff.), wieder andere verweisen darauf, dass Gerichte sich insoweit in Einzelfällen in einem Spektrum von 0,5% bis 2,0% bewegten (Antragsteller Ziff. 10, 11, Bl. 122 ff. d.A.). Auch zum angemessenen Betafaktor vertreten die Antragsteller völlig unterschiedliche Ansätze (beispielsweise von 0,18, wie etwa Antragsteller Ziff. 8, Bl. 93; über 0,43, wie Antragsteller Ziff. 7, Bl. 84 ff. d.A., hin zu 0,8, wie Antragsteller Ziff. 35, Bl. 327 d.A.). Beim Wachstumsabschlag nennen die Antragsteller ebenfalls unterschiedliche Werte als angemessen (beispielsweise 2,4% bis 2,9%: Antragsteller Ziff. 7, Bl. 85 d.A.; mindestens 1,5%: Antragsteller Ziff. 35, Bl. 329 d.A.; 3,5-4%: Antragsteller Ziff. 12-15, Bl. 132 d.A.; mindestens 2%: Antragsteller Ziff. 2-6, Bl. 18 d.A.).

Es gibt noch einen weiteren, in der Entscheidung des BGH vom 12. Januar 2016 angesprochenen Aspekt, der Nachteile der Ertragswertmethode gegenüber der marktorientierten Bewertung anhand von Börsenkursen erkennen lässt: Der BGH hat in der Entscheidung im Zusammenhang mit der Frage nach der Begrenzung der Abfindung auf den Barwert der Ausgleichszahlung nach einem BGAV den Verlust der mitgliedschaftlichen Stellung des Aktionärs und die Aussicht des außenstehenden Aktionärs auf eine Partizipation an der Vermögenssubstanz bzw. den Liquidationserlös nach Beendigung des BGAV betont. Auch nach einem BGAV habe sich der Wert des Anteils des Minderheitsaktionärs „nicht vollständig vom Unternehmenswert abgekoppelt“. Deshalb sei im entschiedenen Fall zusätzlich zur Barwertbestimmung eine Ertragswertberechnung erforderlich (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 –, BGHZ 208, 265-278, Rn. 24, 25, 27, 28, 19 ff.). Der BGH erwähnt in der erwähnten Entscheidung sowohl das „Aushöhlungsrisiko“ als auch die Chance

des Minderheitsaktionärs, einen über die Ausgleichszahlung hinausgehenden Nutzen zu ziehen, wenn sich die abhängige Gesellschaft nach Abschluss des Unternehmensvertrags positiv entwickelt, es zu einer Beendigung des Unternehmensvertrags kommt und danach die Dividende höher ausfällt als die zwischenzeitlich bezahlte Ausgleichszahlung (a.a.O. Rn. 27). Eine belastbare Bewertung solcher Risiken und Chancen und der mitgliedschaftlichen Rechte insgesamt mithilfe der Ertragswertmethode dürfte jedoch in der Praxis schwierig sein (Ruiz de Vargas/Schenk, AG 2016, 354, 358), zumal die vom BGH angesprochene Chance eher theoretischer Natur ist. Denn ein rational handelnder Mehrheitsaktionär hat im Falle eines nachhaltig hohe Gewinne erzielenden Unternehmens regelmäßig kein Interesse an einer Beendigung des BGAV – abgesehen vom Fall der beabsichtigten Unternehmensveräußerung an einen Dritten ohne Belastung mit einem BGAV (wie in der mündlichen Verhandlung erörtert, Bl. 520 f. d.A.). Der zum Wert des „Aushöhlungsrisikos“ im konkreten Fall in der mündlichen Verhandlung befragte sachverständige Zeuge erklärte, diese Frage könne er nicht beantworten (Bl. 520 d.A.). Demgegenüber ist der Aktienmarkt an der Börse durchaus in der Lage, Unterschiede bei den Mitgliedschaftsrechten und bei den Chancen auf Gewinn wie auch Risiken zu bewerten, wie etwa unterschiedliche Kurse und Kursentwicklungen für stimmberechtigte Stamm- und stimmrechtslose Vorzugsaktien (z.B. bei der Volkswagen AG während des Übernahmeversuchs von Porsche) belegen.

Dies zeigt nach Auffassung der Kammer, dass die Ertragswertmethode einer Bestimmung des Verkehrswertes anhand des Börsenkurses keineswegs überlegen ist. Im Gegenteil wird hier deutlich, dass sich der Börsenkurs häufig in einem Spektrum angemessener, nach der Ertragswertmethode vertretbarer Bewertungen bewegen wird. Die Bewertung anhand „realistischer“, also aussagekräftiger Börsenkurse anstelle der Ertragswertmethode erscheint trotz verbreiteter Einwände der Betriebswirtschaftslehre daher grundsätzlich vorzugswürdig (ebenso Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 8. Aufl. 2016, § 305 Rn. 41c).

Nach der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 (II ZB 23/14, insbesondere Rn. 33) kann „in der Regel“ davon ausgegangen werden, dass der Anteilswert „dem Börsenwert der gehaltenen Aktien zu entnehmen ist“, diesem also entspricht. Wörtlich verstanden, liegt darin eine Abkehr von der früheren Rechtsprechung des BGH, wonach der Börsenkurs nur die „Untergrenze“ der angemessenen Abfindung bilde. Auch nach Auffassung der Kammer bildet ein aussagekräftiger Börsenkurs grundsätzlich nicht etwa die Untergrenze, sondern re-

regelmäßig - d.h. bei funktionierendem Kapitalmarkt - einen Wert ab, der der objektiven Verkehrseinschätzung zum Wert der im Streubesitz befindlichen Aktien entspricht. Für größere Aktienpakete mag etwas anderes gelten, insbesondere wenn für solche Pakete am Markt (außerbörslich) ein „Kontrollzuschlag“ durchgesetzt werden kann. Die Formulierung „Untergrenze“ hat nur noch insoweit Bedeutung, als es weder einfachgesetzlich noch verfassungsrechtlich bedenklich ist, wenn die angebotene Abfindung im Einzelfall den angemessenen Verkehrswert (der im aussagekräftigen Börsenkurs liegt) überschreitet (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 66).

Bereits in einer Entscheidung von 2001 zum Abschluss eines BGAV hatte der BGH ausgeführt, dass die Gleichstellung von Börsen- und Verkehrswert auf der Annahme beruht, dass „die Börse auf der Grundlage der ihr zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Gesellschaftsunternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewertet, der Erwerber von Aktien sich an dieser Einschätzung durch den Markt orientiert und sich daher Angebot und Nachfrage danach regulieren, so dass sich die Marktbewertung in dem Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Beabsichtigt ein anderes - herrschendes - Unternehmen, sich dieses Gesellschaftsunternehmen mit seiner Ertragskraft im Rahmen eines Unternehmensvertrages zunutze zu machen, muss es bei der Verwirklichung seiner Intentionen diese Wertschätzung des Marktes akzeptieren und daran die Abfindung der außenstehenden Aktionäre ausrichten, die sich zum Ausscheiden aus der sich in die Abhängigkeit begebenden Gesellschaft entschließen“ (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, juris Rn. 19). In der Entscheidung führt der BGH in anderem Zusammenhang sinngemäß aus, dass auch spekulative Entwicklungen an der Börse die Legitimität der dort zustande gekommenen Kurse nicht generell in Frage stelle. Das gelte selbst für „Abfindungsspekulationen“, solange sie nicht auf Börsenkursmanipulationen beruhten. Ein Anstieg der Börsenpreise aufgrund der Erwartung der Marktteilnehmer, infolge des Abschlusses eines BGAV eine günstige Abfindung erreichen zu können, beruhe „auf dem Marktgesetz, dass Angebot und Nachfrage die Preise bestimmen“ und zum anderen in der Markteinschätzung über die zu erwartenden unechten und echten Synergieeffekte (a.a.O. Rn. 29). Diese Überlegungen sprechen nach Auffassung der Kammer dafür, dass im Falle eines Übertragungsbeschlusses nach § 327a Abs. 1 AktG umgekehrt auch die ausscheidenden Minderheitsaktionäre die „Wertschätzung des Marktes“ grundsätzlich akzeptieren, sich also in der Regel zum Börsenkurs abfinden lassen müssen.

An der grundlegenden Entscheidung zugunsten der Maßgeblichkeit eines (aussagekräftigen) Börsenkurses ändert sich auch durch die BGH-Entscheidung vom 12. Januar 2016 nichts. Zwar hat der BGH in dieser Entscheidung formuliert, der Börsenwert bilde regelmäßig die Untergrenze einer zu gewährenden Abfindung. Der Anteilswert sei aufgrund einer Unternehmensbewertung zu ermitteln, wenn der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den „(mindestens zu gewährenden) Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaube“ (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016, II ZB 25/14, Rn. 22 und 23; wohl für eine Art doppelte Untergrenze gebildet sowohl durch den Börsenkurs als auch den anteiligen Ertragswert Hölken, in JurisPR-InsR 10/2016 Anm. 2; wie hier für die methodische Offenheit für den „marktorientierten Methodenpluralismus“ Fleischer, AG 2016, 185, 192). Zu berücksichtigen ist bei der Interpretation dieser Entscheidung aber, dass im entschiedenen Fall bereits tatrichterlich davon auszugehen war, dass der Börsenkurs nicht aussagekräftig sei, weil schon der mit der Ermittlung des Unternehmenswerts beauftragte Wirtschaftsprüfer einen höheren Wert ermittelt hatte und den Börsenkurs nicht für aussagekräftig gehalten hatte (a.a.O., Rn. 2). Eine Aussage dahingehend, dass eine Bewertung des Unternehmens ausschließlich auf der Grundlage des Börsenkurses unzulässig wäre und es einer zusätzlichen Unternehmensbewertung etwa nach der Ertragswertmethode bedürfe, auch wenn der Börsenkurs „aussagekräftig“ ist, lässt sich der Entscheidung daher nicht entnehmen. Im Gegenteil, findet sich in der Entscheidung an anderer Stelle der Hinweis auf die grundsätzliche Alternativität der Bewertungsmethoden – Ertragswertmethode einerseits, Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile andererseits (a.a.O. Rn. 23).

Einige Antragsteller weisen sinngemäß darauf hin, dass es Minderheitsaktionäre gibt, die nicht zu einer Veräußerung an der Börse bereit gewesen seien, selbst als der Börsenkurs über dem umsatzgewichteten Durchschnittskurs des Referenzzeitraums gelegen habe. Das zeige, dass ihr „Grenzpreis“ höher liege als die angebotene Abfindung orientiert am durchschnittlichen Börsenkurs. Diese Überlegung spricht aber nicht für die zwingende Anwendung des Ertragswertverfahrens und für ein Meistbegünstigungsprinzip zugunsten der Minderheitsaktionäre. Denn Bewertung ist, wie bereits ausgeführt, immer personen- und situationsbezogen, und bei der Prüfung der „objektiven“ Angemessenheit der Abfindung nach § 327a AktG kann es nicht um die Suche nach dem individuellen, subjektiv eingeschätzten Grenzpreis für jeden Antragsteller gehen (diese Suche würde zu unterschiedlichen Abfindungshöhen im selben Fall führen), sondern nur um die Suche nach einem „objektiven“ Ver-



kehrswert zum Zeitpunkt einer fiktiven Deinvestitionsentscheidung, ohne Rücksicht darauf, ob der jeweilige Aktionär tatsächlich zu diesem Preis freiwillig deinvestiert hätte. Der Grundsatz der Angemessenheit der Abfindung nach § 327a AktG lässt weder einen enteignungsähnlichen Wertabschlag zu (Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 882), noch erfordert die Verkehrswertbestimmung einen gerade wegen der Enteignung zu gewährenden Wertzuschlag.

Für das Spruchverfahren nach einem „Squeeze Out“ bedeutet das: Eine gerichtliche Prüfung des Ertragswerts ist entbehrlich, wenn es aussagekräftige Börsenkurse gibt, die zur Bestimmung des Verkehrswerts der Aktie heranzuziehen sind. In diesem Fall bildet der Börsenkurs nicht die Untergrenze, sondern tatsächlich die angemessene Abfindung. Diese Auffassung entspricht auch dem Gebot, im Rahmen der Angemessenheitsprüfung den Aufwand für die Unternehmensbewertung – diese beruht ohnehin (auch beim Börsenkurs) auf einer Schätzung nach §§ 287 Abs. 2 ZPO, 738 Abs. 2 BGB – in verfahrensökonomisch vertretbaren Grenzen zu halten (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 140; zur Kritik an der früheren BGH-Rechtsprechung und der damit verbundenen „Doppelarbeit“ auch Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 893). Die gegenteilige Auffassung, die auch bei aussagekräftigem Börsenkurs stets (mindestens) eine Plausibilisierung durch eine Ertragswertbetrachtung fordert, ist spätestens durch die Entscheidung des BGH vom 29. September 2015 als überholt anzusehen und läuft auf eine Bestimmung der Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip hinaus (durch Abfindung zum Ertragswert, wenn dieser im Einzelfall höher ist als der aussagekräftige Börsenkurs). Die Anwendung eines solchen Meistbegünstigungsprinzips können die Minderheitsaktionäre aber, wie bereits ausgeführt, weder nach §§ 327a ff. AktG noch aufgrund von Art. 14 Abs. 1 GG verlangen. Die noch in der BGH-Entscheidung vom 12. März 2001 wohl für erforderlich angesehene Ermittlung eines „Schätzwerts“ (gemeint: Ertragswert – vgl. Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 883), dessen Vergleich mit einem aussagekräftigen Börsenkurs und die Wahl des höheren der beiden Beträge zur Bestimmung der angemessenen Abfindung (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, juris Rn. 21) wird damit obsolet.

Ob im Einzelfall selbst ein „verzerrter“ Börsenkurs den Verkehrswert der Aktie zulasten der Minderheitsaktionäre noch angemessen widerspiegeln kann, bleibt zu erwägen, denn immerhin steht diesen Aktionären praktisch kein anderer Markt zur Verfügung, an dem sie eine „freie Deinvestitionsentscheidung“ umsetzen könnten. Der Markt, an den sich die Minderheitsaktionäre i.d.R. bereits bei ihrer Investitionsentscheidung begeben haben, erweist

sich dann zum späteren Zeitpunkt als unvollkommen. Die hier aufgeworfene Frage bedarf allerdings im vorliegenden Fall keiner Entscheidung.

Zur Frage, wann Börsenkurse aussagekräftig sind und ob in Ausnahmefällen ein Abstellen auf das Ertragswertverfahren angezeigt ist, wird auf die nachstehenden Ausführungen Bezug genommen.

f) Voraussetzungen für die Aussagekraft des Börsenkurses

Das BVerfG hat es in der bereits erwähnten Entscheidung von 2011 zu Recht der fachrichterlichen Prüfung und Würdigung überlassen, die Aussagekraft und die Tauglichkeit einer marktorientierten Bewertungsmethode auf Grundlage des Börsenkurses im konkreten Fall festzustellen. Es hat nicht beanstandet, dass die Fachgerichte im Einzelfall Kriterien wie etwa eine „Marktenge im Handel einer bestimmten Aktie“, etwaige Anzeichen einer „gezielten Pflege des Kurses der Aktie“ in Ansehung einer bevorstehenden Strukturmaßnahme oder eine unzureichende Information des Marktes wegen eines Verstoßes gegen Mitteilungspflichten heranziehen, um die Aussagekraft von Börsenkursen zu untersuchen. Diese Kriterien könnten im Einzelfall gegen die Tauglichkeit des Börsenwerts als Schätzgrundlage sprechen. Aus den Entscheidungsgründen ergibt sich zugleich, dass die bloße Behauptung einer Manipulation des Börsenwerts durch einen Antragsteller ohne Nachweis und bei entgegenstehenden tatrichterlichen Feststellungen nicht ausreicht, die Aussagekraft von Börsenkursen als Bewertungsgrundlage in Frage zu stellen (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom / T-Online“, juris Rn. 25). Erst Recht kann die abstrakte Gefahr der Manipulierbarkeit von Börsenkursen nicht genügen, der marktorientierten Bewertungsmethode generell oder den ermittelten Börsenkursen im Einzelfall die Legitimation bei der Verkehrswertermittlung abzuspochen. Denn diese Gefahr besteht immer.

Aus der grundlegenden Entscheidung des BVerfG von 1999 ergibt sich, dass die Abfindung den Börsenkurs unterschreiten darf, wenn das zur Abfindung verpflichtete Unternehmen nachweist, dass der Börsenkurs ausnahmsweise „nicht dem Verkehrswert entspricht, etwa weil längere Zeit praktisch überhaupt kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 67).

Überzeugend ist die Einschränkung, dass Börsenkurse nicht zur Bewertung herangezogen

werden sollten, soweit eine Kursmanipulation etwa durch gezielte Falschinformationen vorliegt oder soweit die Kurse durch nachgewiesenen Insiderhandel zustande gekommen sind. Auch die Heranziehung taxierter Kurse, denen kein realer Börsenhandel zugrunde liegt und die lediglich auf einer Schätzung des Skontroführers beruhen, bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung begegnet Bedenken (Riegger/Wasmann, in FS Stilz, 2014, Seite 513). Es sollten nur gehandelte Kurse, keine Taxakurse einfließen. Hat über längere Zeit kein Börsenhandel stattgefunden, fehlt es schlicht an einem durch realen Handel zustande gekommenen Börsenkurs, der für Bewertungszwecke herangezogen werden könnte.

Ob man aber auch im Falle der vom BVerfG erwähnten „Markteng“ stets von der Heranziehung der (wenigen) gehandelten Börsenkurse absehen muss, erscheint aus Sicht der Kammer fraglich. Eine „Markteng“ kommt häufig dadurch zustande, dass das Angebot zu knapp ist, um die potentielle Nachfrage komplett zu bedienen, oder dass es angesichts weniger Akteure bei auseinandergehenden subjektiven Wertvorstellungen und fehlender Kompromissbereitschaft nicht zu einem Handel kommt. Ein dauerhafter Mangel an Handelsliquidität kann zu „Zufallskursen“ führen, die durch kleine Orders entstehen. Manche Autoren sind der Auffassung, dass solche Kurse möglicherweise den „wahren“ inneren Wert einer Gesellschaft nicht mehr widerspiegeln (Richard/Weinheimer, BB 1999, 1613 ff., 1620). Dennoch: Börsenkurse konnten grundsätzlich auch bei weniger liquiden Aktien bereits auf der Grundlage der früheren höchstrichterlichen Rechtsprechung berücksichtigt werden – zumindest wenn es um die Plausibilisierung des mit anderen, nämlich fundamentalanalytischen Methoden ermittelten Werts ging (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09, Rn. 262, juris). Außerdem wird der Minderheitsaktionär bei einer fiktiven, „freien“ Deinvestitionsentscheidung (nicht nur, aber auch im Falle der „Markteng“) unter Umständen damit konfrontiert, dass potentielle Käufer seiner Aktien sich gerade an den erwähnten „Zufallskursen“ orientieren, wenn sie limitierte Kauforders abgeben. Der Minderheitsaktionär, der sich in dieser Situation dennoch von seinen Aktien trennen will oder muss, riskiert, dass er am Markt niemanden findet, der an der Börse einen höheren „wahren inneren Wert“ zu zahlen bereit ist, so dass auch er in der Realität nur „Zufallskurse“ erzielen kann. Die These, bereits eine „Markteng“ (ohne Kursmanipulation, ohne Insiderhandel) zwingt zur Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode, gilt es daher weiter zu hinterfragen. Im vorliegenden Fall kommt es auf diese Frage aber nicht an, weil eine Markteng im relevanten Zeitraum nicht vorlag (dazu noch später).

Als Voraussetzung für die Heranziehung von Börsenkursen zur Feststellung des Verkehrswerts erwartet der BGH zu Recht keine (unrealistische) vollkommene, „strenge“ Informationseffizienz des Kapitalmarkts in dem Sinne, dass sämtliche überhaupt existierenden, wertbeeinflussenden Informationen über die Aktie und das Unternehmens stets allen Marktteilnehmern vorgelegen haben müssten und dementsprechend in den Aktienkursen reflektiert waren. Das zeigt sich in der vom BGH in den Entscheidungen vom 12. März 2001 und vom 12. Januar 2016 gewählten Formulierung: „... die Berücksichtigung des Börsenwerts beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt.“ Das versteht der BGH unter „effektiver Informationsbewertung“ (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 –, BGHZ 208, 265-278, Rn. 23). Effektive Informationsbewertung bedeutet also im Sinne einer mittelstrengen Informationseffizienz (vgl. zu den Informationseffizienzgraden OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, juris Rn. 65), dass es ausreicht, wenn man davon ausgehen kann, dass alle der Öffentlichkeit zugänglichen Informationen tatsächlich kurzfristig auch Eingang in den Börsenkurs gefunden haben und insoweit keine „Kursverzerrungen“ ersichtlich sind.

Für die Entscheidung des vorliegenden Falles kann dahingestellt bleiben, wann das zuletzt erörterte Kriterium der „effizienten Informationsbewertung“ zu verneinen ist.

Ebenfalls offen bleiben kann hier, ob und welche sonstigen Konstellationen es geben kann, in denen dem durchschnittlichen Börsenkurs die Aussagekraft abzusprechen ist.

#### 4. Besonderheiten des vorliegenden Falles

Der vorliegende Fall weist zwei grundlegende Besonderheiten auf:

Erstens waren die Aktien der KGF AG vor dem Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses „nur“ an drei Börsen (München, Stuttgart und Hamburg) und „nur“ im Freiverkehr gehandelt. Aus dem Amtlichen Markt hatte sich die Gesellschaft bereits 2007 zurückgezogen.

Zweitens partizipierten die Minderheitsaktionäre aufgrund des seit 2007 bestehenden BGAV weder an laufenden Erträgen der KGF AG noch trugen sie – etwa durch Ausfall der

Dividende bei Bilanzverlust – das Verlustrisiko der Gesellschaft, solange der BGAV bestand und besteht. Diejenigen Aktionäre, die nicht schon anlässlich des Abschlusses des BGAV die angebotene Abfindung annahmen, hatten bis zum Ausscheiden Anspruch auf die jährliche Ausgleichszahlung von 2,23 EUR abzüglich Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag. An dieser Situation hätte sich rechtlich – vorbehaltlich einer Beendigung des Unternehmensvertrages, die nicht in Aussicht stand – auch für die Zukunft nichts geändert, wenn es nicht zu dem Übertragungsbeschluss gemäß § 327a AktG gekommen wäre.

##### 5. Verkehrswertermittlung anhand von Börsenkursen im vorliegenden Fall

Nach den unter 3. dargestellten Grundsätzen und unter Berücksichtigung der unter 4. dargestellten Besonderheiten des Einzelfalles ist die vom Hauptaktionär im vorliegenden Fall angebotene Abfindung angemessen.

###### a) Berücksichtigungsfähigkeit von Freiverkehrskursen

Der Heranziehung von Börsenkursen steht nicht grundsätzlich entgegen, dass die Aktien lediglich im „Freiverkehr“ notierten.

Zur Legaldefinition des Begriffs „börsennotierte Gesellschaft“ in § 3 Abs. 2 AktG wird vertreten, die Bestimmung nehme diejenigen Gesellschaften aus, deren Aktien ausschließlich im Freiverkehr gehandelt werden (so Drescher, in Spindler/Stilz a.a.O. § 3 Rn. 5; Westermann, in Bürgers/Körper AktG 3. Aufl. 2014, § 3 Rn. 6). § 3 Abs. 2 AktG stellt auf die Zulassung der Aktien zu einem Markt, auf das Vorhandensein einer Regelung und Überwachung dieses Marktes durch eine staatlich anerkannte Stelle und auf die Regelmäßigkeit und Zugänglichkeit des dortigen Handels ab.

§ 48 Abs. 1 BörsG in der hier maßgeblichen Zeitspanne geltenden Fassung (April bis Juli 2015) besagte, dass für Wertpapiere, die weder zum Handel im regulierten Markt zugelassen noch zum Handel in den regulierten Markt einbezogen sind, die Börse den Betrieb eines Freiverkehrs durch den Börsenträger zulassen kann, wenn durch eine Handelsordnung sowie durch Geschäftsbedingungen des Börsenträgers, die von der Geschäftsführung gebilligt wurden, eine ordnungsgemäße Durchführung des Handels und der Geschäftsabwicklung gewährleistet erscheint. Beim Freiverkehr handelt es sich um ein nicht von der Börse umfassend reglementiertes, sondern auf privatrechtlicher Ebene stattfindendes Marktsegment. Die Wertpapiere des jeweiligen Emittenten werden vom Träger des Freiverkehrs in

den Freiverkehr einbezogen. Bei dieser Einbeziehung handelt es sich – im Unterschied zur Zulassung zum regulierten Markt – um eine privatrechtliche Entscheidung. Der Gesetzgeber wollte nicht jeden marktmäßig organisierten Wertpapierhandel von einer staatlichen Genehmigung abhängig machen, selbst wenn dieser an einer der staatlichen Genehmigung bedürftigen Börse stattfindet (Seiffert, in Kümpel/Wittig, Bank- und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl. 2011, Rn. 4.319 ff. und Oulds, ebda., Rn. 14.72; Schwark, in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechtskommentar, 4. Aufl. 2010, § 48 BörsG Rn. 3, 7). Auch der Freiverkehr unterlag und unterliegt aber sowohl der Aufsicht durch die zuständige (staatliche) Börsenaufsichtsbehörde als auch der Überwachung durch die Handelsüberwachungsstelle (§§ 3 Abs. 1 Satz 2, 7 Abs. 3 BörsG; vgl. Hess. VGH, Beschluss vom 20. März 1996 – 8 TG 609/96, zu einem Fall aus der Praxis; Kumpan/Müller-Lankow, WM 2017, 1777, 1785).

Eine kapitalmarktrechtliche Besonderheit des Freiverkehrs bei fehlender Zulassung zum amtlichen Handel war im fraglichen Zeitraum, dass das betroffene Unternehmen nicht der Ad hoc-Publizitätspflicht des § 15 WpHG a.F. unterworfen war. Denn diese traf nur Gesellschaften, deren Aktien zum Handel im regulierten Markt zugelassen waren oder die einen Antrag auf Zulassung gestellt hatten (§§ 15 Abs. 1 Satz 2, 2 Abs. 7 WpHG a.F.). Die Ad hoc-Publizitätspflicht gewährleistete, dass Insiderinformationen möglichst schnell in den Börsenpreisen eskomptiert werden (Zimmer/Kruse, in Schwark/Zimmer, a.a.O., § 15 WpHG Rn. 27 f.). Das Problem stellt sich heute nicht mehr, denn seit Juli 2016 gilt die gesetzliche Verpflichtung zur Veröffentlichung von Insiderinformationen nach Art. 17 Abs. 1 Unterabs. 3 Marktmissbrauchs-VO auch für Emittenten, deren Papiere ausschließlich im Freiverkehr notiert sind (Veil, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 305 Rn. 57).

In Rechtsprechung und Literatur wird unterschiedlich beurteilt, ob allein die Notierung im Freiverkehr bereits aus grundsätzlichen Erwägungen die Heranziehung des Börsenkurses für die Bemessung der Barabfindung ausschließt.

*Riegger/Wasmann* (in FS Stilz, 2014, Seite 509, 510) haben die Auffassung vertreten, Freiverkehrskurse seien generell nicht maßgeblich, wenn es um die Bestimmung einer angemessenen Abfindung gehe.

Das OLG München hat sich 2014 mit dieser Frage in einem Spruchverfahren auseinandergesetzt, musste sie aber dort nicht abschließend entscheiden, weil im konkreten Fall offensichtlich wertrelevante Informationen wie etwa der vom Vorstand mitgeteilte Verlust in Höhe

des hälftigen Grundkapitals nicht zu deutlichen Kursreaktionen geführt hatten, die unter gewöhnlichen Umständen zu erwarten gewesen wären (OLG München, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 31 Wx 407/13 –, juris Rn. 12, 13). Das OLG München fokussiert damit die Frage, ob öffentlich bekannte, typischerweise kursrelevante Informationen erkennbar in den Börsenkursen bzw. in der Kursentwicklung reflektiert sind.

*Veil* (in Spindler/Stilz, AktG a.a.O. § 305 Rn. 57) vertritt die vermittelnde Auffassung, bei Notierung im Freiverkehr hänge die Zulässigkeit der Heranziehung von Börsenkursen von den Regeln des jeweiligen Trägers des Freiverkehrs ab; wenn die Börsenordnung wie etwa beim Segment „Entry Standard“ der Frankfurter Börse eine Verpflichtung zur Publikation wichtiger Informationen auf der Internetseite des Emittenten vorsehe, genüge das. Demgegenüber könne für den Freiverkehr im Allgemeinen für die Zeit bis Juli 2016 wegen der (vermeintlichen) Unanwendbarkeit des WpHG „nicht davon ausgegangen werden, dass sich angemessene Börsenpreise gebildet haben“.

*Krieger* (in Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht, Band 4 a.a.O. § 71 Rn. 138) meint, Freiverkehrskurse müssten als Bewertungsgrundlage ausscheiden, „wenn wertrelevante Informationen nicht in die Kursbildung eingeflossen sind“.

Das OLG Düsseldorf hat in einer Entscheidung von 2008 hingegen nicht die Frage der Informationseffizienz oder der fehlenden Ad hoc-Publizität im Freiverkehr (nach damaligem Recht) in den Vordergrund gestellt, wenn es um die Frage der Beachtlichkeit von Börsenkursen geht. Es hat vielmehr die Frage des ausreichend liquiden Handels im Freiverkehr im jeweiligen Einzelfall als ausschlaggebend angesehen und betont, dass gerade bei Aktien, die an der Wertpapierbörse lediglich im Freiverkehr gehandelt werden, das besondere Augenmerk darauf gerichtet sein müsse, „ob bei ihnen gleichwohl ein so liquider Börsenhandel stattfindet, dass die dabei erzielten Börsenpreise auch den Verkehrswert widerspiegeln“ (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 13. März 2008 – I-26 W 8/07 AktE –, juris Rn. 33).

Auch aus Sicht von *Austmann* (Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht, Band 4 Aktiengesellschaft, 4. Aufl. 2015, § 75 Rn. 100) ist für die Bewertung nach dem Börsenkurs ohne Belang, in welchem Marktsegment die Aktien notiert sind.

Den beiden vorerwähnten, vom OLG München und vom OLG Düsseldorf entschiedenen Fällen lagen besondere Konstellationen zugrunde: Im Fall des OLG Düsseldorf hatte im ge-

samten Jahr vor der Hauptversammlungsentscheidung über die Maßnahme lediglich Monate zuvor an sechs Tagen und im Monat der Entscheidung an drei Tagen überhaupt ein Freiverkehrshandel stattgefunden. Im Fall des OLG München hatte zumindest an zwei längeren Zeiträumen von 14 aufeinander folgenden Tagen des Dreimonatszeitraums kein bzw. nur an einem Tag Handel stattgefunden; nur an 20 von 66 möglichen Börsentagen war tatsächlich gehandelt worden, an fünf Tagen davon hatte die Kursänderung mehr als 5% betragen. Auf diese – hier nicht vorliegenden – Besonderheiten hat auch der sachverständige Prüfer hingewiesen (vgl. Anlagenkonvolut AG 1, Prüfungsbericht Seite 95 f.).

Nach Auffassung der Kammer ist kapitalmarktrechtlich zunächst hervorzuheben, dass nach der hier maßgeblichen Gesetzeslage 2015 auch die lediglich in den Freiverkehr einbezogenen Aktien zu den Insiderpapieren im Sinne des WpHG gehörten (§ 12 Satz 1 Nr. 1 WpHG a.F.). Auch für diese Papiere galt schon damals das Verbot von Insidergeschäften (§ 14 WpHG a.F.) und das Marktmanipulationsverbot (§ 20a Abs. 1 Satz 1 WpHG a.F., vgl. Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 der damaligen Vorschrift). Auch schon nach damals geltendem Recht hätte sich der Mehrheitsaktionär also strafbar gemacht (§ 38 Abs. 1 Nr. 1 WpHG), wenn er in Kenntnis und unter Ausnutzung von Insiderinformationen im Vorfeld des „Squeeze Out“ Aktien an der Börse erworben hätte (naheliegenderweise zu einem möglichst geringen Kurs).

Die Entscheidung des Gesetzgebers, lediglich im Freiverkehr gehandelte Aktien zwar als Insiderpapiere zu qualifizieren, die Gesellschaft aber (damals) nicht der Ad hoc-Publizitätspflicht zu unterwerfen, ist kapitalmarktrechtlich durchaus kritikwürdig. Wenn nicht ausgeschlossen ist, dass der Emittent Insiderinformationen, die bei einer Notiz der Aktie im Amtlichen Handel der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegen würden, nicht oder nicht zeitnah veröffentlicht hat, so kann auch nicht sicher von einer Näherung an das Ideal der vollständigen Effizienz des Kapitalmarkts in Bezug auf das Wertpapier ausgegangen werden. Es muss in solchen Fällen stets befürchtet werden, dass unternehmensintern Insiderinformationen vorliegen, die sich in den Börsenkursen nicht widerspiegeln. Dabei kann es sich um werterhöhende oder zur Herabsenkung des „objektiven“ Werts geeignete Informationen handeln. Die bei ausschließlicher Notierung im Freiverkehr fehlende Ad hoc-Publizitätspflicht führt in der Tat zu der von den Antragstellern Ziff. 18 und 19 bis 23 angesprochenen potentiellen oder tatsächlichen Informationsasymmetrie (Bl. 213, 250 d.A.).

Indes hat der BGH zum „Delisting“ bzw. „Downlisting“, also dem Rückzug aus dem Amtli-



chen Handel bzw. „regulierten Markt“ und Wechsel in den qualifizierten Freiverkehr, ausgeführt, der Wegfall der angesprochenen Informationspflichten rechtfertigt keine gesellschaftsrechtlichen, sondern allenfalls kapitalmarktrechtliche Maßnahmen (also insbesondere keinen Hauptversammlungsbeschluss). Er hat entschieden, dass ein Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung auch kein im Spruchverfahren überprüfbares Barabfindungsangebot an die Aktionäre voraussetze (BGH, Beschluss vom 08. Oktober 2013 – II ZB 26/12 –, „Frosta“, juris Rn. 12). Wenn aber mit dieser Abkehr von der alten „Macrotron“-Rechtsprechung (BGH, Urteil vom 25. November 2002 – II ZR 133/01 –, BGHZ 153, 47-61) nicht einmal der plötzliche Wegfall der kapitalmarktrechtlichen Informationspflicht durch „Delisting“ aus höchstrichterlicher Sicht einen ausgleichs- oder entschädigungspflichtigen Vorgang darstellt und aus Sicht des BGH nicht zu einer Beeinträchtigung des Aktieneigentums führt (so BGH, Beschluss vom 08. Oktober 2013 a.a.O. Rn. 3), dann kann den nach einem „Downlisting“ im Freiverkehr zustande gekommenen Kursen allein aus diesem Grunde auch kein generelles Misstrauen mehr entgegengebracht werden. Der Gesetzgeber hat zwar in Reaktion auf die „Frosta“-Entscheidung des BGH mit der Änderung des § 39 BörsG ein obligatorisches Barabfindungsangebot nach Maßgabe des § 31 WpÜG eingeführt und dies mit dem Anliegen der Verbesserung des Anlegerschutzes begründet. Konkret hat er ausgeführt, ein „Downlisting“ (Wechsel in den Freiverkehr) könne eine Beeinträchtigung der Veräußerungschancen bedeuten, und es könne „in der Zeit zwischen der Ankündigung und dem Wirksamwerden des Delistings“ zu erheblichen Kursverlusten kommen, die auch in der Praxis feststellbar gewesen seien (BT-Drs. 18/6220, Seite 83 f.). Auch der Gesetzgeber hat bei dieser Gelegenheit aber nicht zum Ausdruck gebracht, dass nach seiner Auffassung den Freiverkehrskursen permanentes Misstrauen in Bezug auf die Angemessenheit entgegenzubringen sei.

Man muss sich zudem vor Augen führen, dass das „Downlisting“ im vorliegenden Fall bereits 2007 erfolgte, dass es im damaligen Spruchverfahren berücksichtigt wurde und dass Minderheitsaktionäre, die ihre Aktien erst danach erworben haben, für eine „freie Deinvestitionsentscheidung“ in der Realität von vornherein auf den Handel im Freiverkehr angewiesen waren. Aus Sicht der Kammer ist für die Feststellung des Verkehrswerts nicht das (potentielle) „Minus“ bei der Informationseffizienz des Kapitalmarkts durch die fehlende Ad hoc-Publizitätspflicht entscheidend, sondern die Frage, ob im fraglichen Zeitraum gewährleistet war, dass alle öffentlich zugänglichen, am Kapitalmarkt verfügbaren Informationen

auch tatsächlich zeitnah in die Preise eingeflossen sind. Es muss genügen, wenn diese Mindestanforderung an die Kapitalmarkteffizienz erfüllt ist. Eine „strenge Informationseffizienz“ in dem Sinne, dass alle Handelsakteure zu jeder Zeit über alle kursrelevanten Informationen verfügen müssen, um den Börsenkurs für Bewertungszwecke heranziehen zu können, wird auch durch die Ad hoc-Publizität (seinerzeit bei Zulassung zum Handel im regulierten Markt) nicht gewährleistet, wäre von vornherein unrealistisch und ist folglich auch nicht zu fordern, wenn es um die Prüfung der Aussagekraft von Börsenkursen geht. Auf die Ausführungen unter 3. e) und f) wird Bezug genommen.

Im vorliegenden Fall gibt es keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass öffentlich zugängliche Informationen über die KGF AG im relevanten Zeitraum nicht oder nur unzureichend zeitnah in den Börsenkurs eingeflossen sind. Alle Minderheitsaktionäre, die im fraglichen Zeitraum geringe Stückzahlen von Aktien über den Freiverkehr veräußert oder erworben hatten, hatten – sofern es sich nicht um Insider handelte, die gegen das Insiderhandelsverbot verstoßen hätten - ungeachtet der fehlenden Ad hoc-Publizitätspflicht gleichen Zugang zu Informationen über die KGF AG. Aus den im Bewertungsgutachten abgedruckten Handelsdaten und der Kursentwicklung ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass es im fraglichen Zeitraum tatsächlich zu Insiderhandel oder zu einer Marktmanipulation gekommen ist.

Der gemeinsame Vertreter weist zwar zutreffend darauf hin, dass der im -Gutachten abgedruckte Kurschart Anfang Juni 2015 – zeitlich nach dem „vorläufigen Verlangen“ vom 28. Mai 2015, aber noch vor der Veröffentlichung des „Konkretisierten Verlangens“ vom 27. Juli 2015 – einen einmaligen Kursausschlag nach oben auf rund 60 EUR ausweist (Anl. AG 1, Unteranlage 8, -Gutachten Seite 97). Tatsächlich ergibt die Auswertung der in elektronischer Form zu den Akten gereichten Handelsdaten (vgl. CD-Rom bei 31 O 76/16 KfH AktG; Ausdruck vgl. Anl. 1 zum Protokoll vom 06. März 2018, Bl. 528 ff. d.A.), dass am 07. Mai 2015 50 Aktien zu einem Kurs von 59,90 EUR gehandelt wurden, am 22. Mai 2015 weitere 50 Stück zum selben Kurs und am 04. Juni 2015 drei Orders mit Kursen von 59 EUR oder höher (100 Stück zu 59,80 EUR; 59 Stück zu 59 EUR; 5 Stück zu 59 EUR) ausgeführt wurden. Bei gerade einmal 5 von 58 Transaktionen lag der Kurs also bei 59 EUR oder darüber; das dabei gehandelte Volumen (264 Stück in Summe) lag bei rund 5,1% der insgesamt gehandelten Stückzahlen. Diese Transaktionen fallen insgesamt betrachtet nicht nennenswert ins Gewicht. Sie lassen keinen zwingenden Schluss auf das Vor-

liegen verbotener Insiderhandelsgeschäfte zu.

Der Umstand, dass sich der Kurs im Übrigen überwiegend in einer Bandbreite zwischen rund 50 EUR und etwa 55 EUR bewegte, spricht indiziell eher dagegen, dass Informationen über den bevorstehenden „Squeeze Out“ oder gar über die damals noch nicht öffentlich bekannt gegebene Höhe der angebotenen Abfindung „durchgesickert“ sind und von einzelnen Marktteilnehmern (möglicherweise als Insider) massiv für sich genutzt wurden. Die Kursausschläge nach oben lassen nicht auf eine generelle Verfälschung der Börsenkurse im relevanten Zeitraum durch Insiderhandel oder Marktmanipulation schließen.

Die Kammer verkennt durchaus nicht die Problematik des Hochfrequenzhandels, die darin liegt, dass die Entscheidungen über Transaktionen in Bruchteilen von Sekunden durch eine Computersoftware anstelle von Menschen getroffen werden, und dass unter Umständen fehlerhaft programmierte Algorithmen zu Kursausschlägen führen können, die mit realen Gegebenheiten und einer realistischen Bewertung der jeweiligen Aktie aufgrund von Fundamentaldaten nichts mehr zu tun haben und die in der Vergangenheit Börsencrashes herbeigeführt haben (dazu Spindler, DB 2018, 41 ff., 46, auch zum Folgenden; Kasiske, WM 2014, 1933 ff.; BaFin, „Algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel“, vgl. [https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Hochfrequenzhandel/high\\_frequency\\_trading\\_node.html](https://www.bafin.de/DE/Aufsicht/BoersenMaerkte/Hochfrequenzhandel/high_frequency_trading_node.html)).

Erstens ermöglichen jedoch verschiedene Finanzmarktgesetze wie etwa das WpHG, das KWG oder das VAG die Kontrolle von IT-Produkten und damit Algorithmen, um etwa systemische Risiken auszuschließen. Im Bereich des Wertpapierhandels sorgen insbesondere das „Hochfrequenzhandelsgesetz“ von 2013 und die MiFID II zumindest für eine Erkennbarkeit und für eine Reduzierung der Risiken des Einsatzes solcher Handelsalgorithmen (vgl. u.a. § 16 Abs. 2 Nr. 3 BörsG: Kennzeichnungspflicht; § 26a BörsG: angemessenes Order-Transaktionsverhältnis, das aufgrund der Liquidität des jeweiligen Finanzinstruments, der konkreten Marktlage „wirtschaftlich nachvollziehbar“ sein muss; § 33a WpHG: Systemkontrolle).

Zweitens deutet im vorliegenden Fall nichts auf eine Beeinträchtigung der Freiverkehrskurse durch derartige Algorithmen oder gar auf eine Betroffenheit der KGF-Aktie durch Hochfrequenzhandel hin. Diese erscheint vielmehr schon anhand der Handelszahlen ausgeschlossen. Eine Auswertung der in elektronischer Form bei den Akten (vgl. 31 O 76/15 KfH AktG) befindlichen absoluten Handelszahlen und der Kursentwicklung im Dreimonatszeit-

raum vor dem „Konkretisierten Verlangen“ durch das Gericht hat ergeben: Im genannten Zeitraum wurden lediglich 5.202 Aktien gehandelt, das entspricht bei 5.019.520 ausgegebenen Stückaktien gerade einmal rund 0,1% der Aktien. Abgewickelt wurden 58 Transaktionen mit einem Volumen von insgesamt rund 287 TEUR; das entspricht im Durchschnitt 4.944,38 EUR. Die Stückzahl pro Order bewegte sich in einem Spektrum von 1 bis 700 und lag im Durchschnitt bei gerundet 90. An vielen Tagen wurde nur eine einzige Order pro Tag abgewickelt. Nie wurden mehrere Orders in derselben Sekunde ausgeführt. Von einer extrem gesteigerten Volatilität als Folge von Kaskadeneffekten, wie sie beim Einsatz von Algorithmen im Hochfrequenzhandel typischerweise zu beobachten sind (vgl. BaFin, „Algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel“, a.a.O.), kann hier nicht gesprochen werden.

Drittens sind die Gefahren der von der wirtschaftlichen Realität losgelösten Manipulation von Börsenkursen etwa durch Computeralgorithmen kein spezifisches Phänomen des Freiverkehrs.

Viertens sind auch die im Freiverkehr ermittelten Preise Börsenpreise, was sich aus § 24 Abs. 1 S. 1 i.V.m. S. 2 BörsG ergibt, und der Freiverkehr bildet insgesamt einen Teil des Börsenhandels, so dass die Aufsichtsbefugnisse der zuständigen staatlichen Stellen auch in diesem Marktsegment bestehen, wie bereits ausgeführt (vgl. ergänzend Schwark, in Schwark/Zimmer, a.a.O., § 48 BörsG Rn. 11). Der Freiverkehr im Sinne dieser Vorschrift stellt und stellt zudem ein multilaterales Handelssystem (MTF) im Sinne der MiFID dar (Schwark, in Schwark/Zimmer, a.a.O. § 48 BörsG Rn. 2).

Fünftens: Die Rechtsordnung erleichtert auch in anderen Zusammenhang den Umgang mit Gütern, die einen „Börsen- oder Marktpreis“ haben, etwa durch Einräumung der Befugnis des Schuldners zum freihändigen Verkauf des Gutes bei Annahmeverzug des Gläubigers (§ 385 BGB), durch Zulassung der Verwertung des gewerblichen Pfandes durch freihändigen Verkauf (§ 1259 Satz 1 BGB) und durch die Befreiung von der Unzulässigkeit einer Verfallvereinbarung bei gewerblichem Pfand (§ 1229 i.V.m. § 1259 Satz 2 BGB). In diesen Fällen bringt die Rechtsordnung dem Börsenpreis unter Verweis auf § 24 BörsG grundsätzliches Vertrauen in die Angemessenheit entgegen, ohne zwischen den Marktsegmenten „regulierter Markt“ und „Freiverkehr“ zu unterscheiden (Grüneberg, in Palandt, BGB-Kommentar 77. Aufl. 2018, § 385 Rn. 1). Für die Existenz eines Börsen- oder Marktpreises genügt, wenn für Sachen der geschuldeten Art am Verkaufsort aus einer größeren Zahl von

Verkäufen ein Durchschnittspreis ermittelt werden kann (RG, Urteil vom 23. Januar 1895 – I 345/94 –, RGZ 34, 117 ff., 120). Im Bereich des allgemeinen Schadensrechts werden Freiverkehrskurse in geeigneten Fällen ohne nähere Problematisierung zur richterlichen Schadensschätzung herangezogen (LG Bielefeld, Urteil vom 01. Februar 2013 – 7 O 315/10 –, juris Rn. 151, 199, 220 ff.; LG Hamburg, Urteil vom 18. August 2011 – 330 O 314/10 –, juris Rn. 51, 79).

Hinzu kommen im vorliegenden Fall die Besonderheiten, die sich aufgrund des BGAV aus der fehlenden Partizipation der Minderheitsaktionäre an Gewinnen oder Verlusten des Unternehmens und aus der ihnen bis zum Ausschluss durch den Übertragungsbeschluss zustehenden Ausgleichszahlung („Garantiedividende“) ergeben und die bei der Verkehrswertbestimmung der Aktie nicht außer Betracht bleiben können. Durch diese Rahmenbedingungen fehlte es der KGF-Aktie seit 2007 an der „Kursphantasie“, wonach eine günstige Entwicklung des Unternehmens oder auch nur eine entsprechende Markterwartung (insbesondere bezüglich der Werterhöhung des Unternehmens oder der Ausschüttung höherer Dividenden) die Kurse regelmäßig „beflügelt“:

Selbst wenn sich die KGF AG hervorragend entwickelt, konnten Marktteilnehmer maximal vom Zufluss der „Garantiedividende“ als ewige Rente ausgehen, die dauerhafte Nichtbeendigung des BGAV als eine ihnen prinzipiell günstige, keineswegs sichere Entwicklung einmal zugrunde gelegt. Ein potentieller Erwerber der Aktien im Freiverkehr konnte bei der individuellen Bewertung der Aktie vor Bekanntgabe der konkretisierten Absicht zum „Squeeze Out“ nicht davon ausgehen, dass der beherrschende Aktionär freiwillig über die im BGAV von 2007 geregelte Ausgleichszahlung hinausgehende Beträge bezahlen würde. Zugleich musste er bei einer rational getroffenen Kaufentscheidung aber das von manchen Antragstellern angesprochene, dem BGAV immanente Risiko einer wirtschaftlichen „Aushöhlung“ des Unternehmens durch den Mehrheitsaktionär einkalkulieren, das sich für die Minderheitsaktionäre im Falle der Beendigung des BGAV realisiert.

Wie der sachverständige Prüfer in der mündlichen Verhandlung am 06. März 2018 im Zusammenhang mit dem Barwert der Ausgleichszahlung (netto 1,47 EUR) bestätigt hat, betrüge der fiktive Verrentungszins (eine ewige Rente unterstellt) 2,67%, um auf einen Kapitalwert von 55,13 EUR zu kommen. Das würde rechnerisch bei einem Basiszinssatz (nach Steuern) von 1,10% einen Risikozuschlag von 1,57% bedeuten (Bl. 519 d.A.). Der Zeuge

der für die Prüfung gemeinsam mit dem bestellten sachverständigen Prüfer verantwortlich gezeichnet hat, hat ergänzend angegeben, dass für Unternehmensanleihen, deren Emittenten dem „Investment Grade“ zugeordnet werden können, abhängig von der Laufzeit zum Prüfungszeitpunkt Risikozuschläge zwischen 0,75% und 1,2% zu veranschlagen gewesen seien. Die Frage, wie das „Aushöhlungsrisiko“ durch den BGAV zu bewerten sei, könne er nicht beantworten (Bl. 520 d.A.).

Der Kammer leuchtet ein, dass der Markt bei einer Aktie, aus der bei Nichtveräußerung finanziell nur Zahlungsströme in Höhe der „Garantiedividende“ von 1,47 EUR netto p.a. resultieren, mit Blick auf die „Aushöhlungs“-Risiken des BGAV eine höhere Risikoverzinsung erwartet als bei einer festverzinslichen, in ihrer Laufzeit befristeten und rückzahlbaren Unternehmensanleihe.

Kommt es nämlich während der Laufzeit des BGAV etwa infolge nachteiliger Weisungen nach § 308 AktG zu einer „Aushöhlung“ des Gesellschaftsvermögens und zum verstetigten Rückgang der Unternehmenserträge und der Ertragskraft, und wird dann der BGAV beendet, so liegt bei dann noch vorhandener Börsennotierung ein – fundamental aufgrund geringer Vermögens- und Ertragsbasis berechtigter – Kursverfall nahe. Es kann sich dann herausstellen, dass die vom Minderheitsaktionär erwartete Rendite (erzielt durch die „Garantiedividende“) durch Kursverluste am Ende massiv geschmälert wird. Diese Überlegungen hätte ein vom Mehrheitsaktionär verschiedener Investor zweifellos berücksichtigt, wenn er den Minderheitsaktionären ihre Aktien in Unkenntnis des bevorstehenden „Squeeze Out“ abgekauft hätte, ganz gleich ob über den Börsenhandel im Freiverkehr oder außerbörslich.

Die nach dem BGAV geschuldete jährliche Ausgleichszahlung von 2,23 EUR pro Stückaktie ergibt als „ewige Rente“ bei einem dem errechneten volumengewichteten Durchschnittskurs von 55,13 EUR entsprechenden Preis eine Rendite von rund 4%. Die Kammer sieht darin ein ausgewogenes Risiko-Ertrags-Verhältnis, geht davon aus, dass eine hohe Rendite für ein hohes Risiko steht und kann sich nicht vorstellen, dass ein rational agierender Erwerber angesichts der mit dem BGAV für einen außenstehenden Aktionär verbundenen Risiken bereit gewesen wäre, den Minderheitsaktionären außerbörslich höhere Preise für die Aktien zu bezahlen, als durchschnittlich im Freiverkehr gehandelt, zumal der fiktive rational agierende Erwerber im vorliegenden Fall objektiv maximal die Erwerbchance auf ein Paket von unter 5% des Stammkapitals hatte. Jeder über den im Freiverkehr gehandelten Kur-

sen liegende Erwerbspreis verschlechtert schließlich die Renditechancen. Vor diesem Hintergrund sind die im Freiverkehr zustande gekommenen Börsenkurse im hier relevanten Zeitraum auch mit Blick auf die Ausgleichszahlungen und die anzustellenden Rendite-Risiko-Überlegungen plausibel. Betont man die Risiken infolge des BGAV, wäre eher eine noch höhere Verzinsung, also ein noch niedrigerer Erwerbspreis angemessen.

Im vorliegenden Fall kann auch nicht positiv festgestellt werden, dass während des Referenzzeitraums „wertrelevante Informationen“ (sprich: Insiderinformationen) existierten, die „nicht in die Kursbildung eingeflossen“ sind. Wie bereits ausgeführt, fehlte der KGF-Aktie wegen des limitierenden Faktors des BGAV ohnehin die „Kursphantasie“ nach oben, so dass nicht sicher ist, ob sich etwaige potentiell (den BGAV hinweggedacht) werterhöhende Insiderinformationen etwa über die Umsatz- oder Ertragssituation überhaupt im Kurs niedergeschlagen hätten.

Nach alledem hat die Kammer keinen Zweifel daran, dass die Heranziehung von Freiverkehrskursen im vorliegenden Fall zu einer angemessenen Bewertung führt.

Dementsprechend hat beispielsweise die Antragstellerin Ziff. 1 zu Recht auch keine grundsätzliche Kritik an der Heranziehung der Freiverkehrskurse geäußert, sondern nur den gewählten Referenzzeitraum kritisiert (Bl. 3, 9 d.A.). Der gemeinsame Vertreter geht in seiner Stellungnahme und Antragschrift vom 14. Oktober 2016 ebenfalls nur „colorandi causa“ auf Aspekte der Ertragswertberechnung ein (Bl. 455 d.a.). Auch andere Antragsteller halten die Freiverkehrskurse der KGF-Aktie als Bewertungsgrundlage prinzipiell für geeignet (so etwa Antragsteller Ziff. 9, Bl. 108 d.A.; die Antragstellerin Ziff. 16, Bl. 160 d.A.), wenngleich sie sich teilweise für einen anderen Referenzzeitraum und im Sinne eines „Meistbegünstigungsprinzips“ für die Zuerkennung eines vermeintlich höheren anteiligen Ertragswerts als Abfindung aussprechen.

#### b) Maßgeblicher Referenzzeitraum

aa) Die Antragsgegnerin hat bei der Bewertung nach dem Börsenkurs, gestützt auf das Gutachten von [ ] auf den umsatzgewichteten Börsenkurs im Zeitraum vom 25. April 2015 bis 24. Juli 2015 – also die Börsenhandelstage in einem Dreimonatszeitraum vor der Veröffentlichung des Verlangens der Antragsgegnerin am 27. Juli 2015 – abgestellt. Den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs in diesem Referenzzeitraum hat die An-

tragsgegnerin mit 55,13 EUR angegeben und zur Grundlage des Angebots nach § 327a Abs. 1 AktG gemacht (vgl. Anlagenkonvolut AG 1, Unteranlage 8, Gutachten Seite 95 ff., 99). Der sachverständige Prüfer hat auf denselben Zeitraum abgestellt (Anlagenkonvolut AG 1, Prüfungsbericht, Seite 96).

Wie bereits unter A. II. dargestellt, kritisieren einige Antragsteller des vorliegenden Verfahrens den hier gewählten Referenzzeitraum. Einige sind der Auffassung, der maßgebliche Dreimonatszeitraum müsse vor dem 28. Mai 2015 – dem Tag der Mitteilung des „Vorläufigen Verlangens“ an die KGF AG – enden. Andere meinen, es müssten die Kurse im Dreimonatszeitraum vor dem Hauptversammlungsbeschluss vom 24. September 2015 berücksichtigt werden. Der Antragsteller Ziff. 8 weist darauf hin, die letzte Kursnotiz habe bei 54,87 EUR gelegen (Bl. 94 d.A.) – also bei einem Wert, der niedriger ist als die vom Mehrheitsaktionär angebotene Abfindung.

bb) Nach Auffassung der Kammer ist die Kritik der Antragsteller am gewählten Referenzzeitraum unberechtigt. Der gewählte Referenzzeitraum führt im vorliegenden Fall zu einem zutreffenden, dem Verkehrswert der Aktie entsprechenden Wert.

Ausgangspunkt ist der Wortlaut des § 327b Abs. 1 AktG, wonach die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung „die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung“ über den Übertragungsbeschluss (§ 327a Abs. 1 AktG) „berücksichtigen“ muss. Zur Überlegung des Antragstellers Ziff. 8 der auf die letzte Kursnotiz abstellt (Bl. 94 d.A.), ist zu sagen, dass diese punktuelle Betrachtung mit dem Stichtagsprinzip nicht vereinbar wäre (die letzte Börsennotiz dürfte nach dem Übertragungsbeschluss und vor Wirksamwerden des „Squeeze Out“ erfolgt sein). Sie würde zudem nach dem eigenen Vortrag des Antragstellers nicht zu einer höheren Abfindung führen. In Anlehnung an § 5 Abs. 1 WpÜG-AngebVO ist ein gewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs für einen Dreimonatszeitraum zu ermitteln.

Der BGH hat sich bereits im Beschluss vom 12. März 2001 entschieden, die einfachgesetzlichen und verfassungsrechtlichen Vorgaben bei der Feststellung eines angemessenen Ausgleichs oder einer angemessenen Abfindung nach Abschluss eines BGAV (§§ 304, 305 AktG) dergestalt umzusetzen, dass auf einen Durchschnittskurs über einen „relativ kurz“ zu wählenden Zeitraum von drei Monaten „in größtmöglicher Nähe zu dem Stichtag“ abzustellen ist. Nicht von der Hand zu weisen sei die zuvor vom BVerfG geäußerte Befürchtung,



dass bei Zugrundelegung des reinen Stichtagsprinzips, also der Tageskurse zum Zeitpunkt der Beschlussfassung, Marktteilnehmer den Börsenkurs in ihrem Interesse beeinflussen könnten. Zunächst sprach sich der BGH im Falle der Beschlussfassung über die Zustimmung zu einem BGAV für die Errechnung eines Durchschnittskurses bezogen auf einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung der beherrschten Gesellschaft aus (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, „DAT/Altana IV“, juris Rn. 24).

Nach entsprechender Kritik des OLG Stuttgart (just im Fall des BGAV der KGF AG, vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, juris Rn. 97 ff.; vgl. schon Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 888) und des OLG Düsseldorf (auf dessen Vorlage hin entschieden wurde) hat der BGH im Jahr 2010 seine ursprüngliche Auffassung zur Bestimmung des Referenzzeitraums aufgegeben und entschieden, dass es auf den nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurs im Dreimonatszeitraum „vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme“ ankomme (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229 ff., „Stollwerck“, Rn. 21, 22, auch zum Folgenden). Zur Begründung hat der BGH ausgeführt, der Tag der Hauptversammlung sei als Stichtag des Referenzzeitraums nicht geeignet, weil der Börsenkurs im Zeitraum davor regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich mitbestimmt werde und bei einer Bemessung der Abfindung aufgrund dieser Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. „Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung“ an, also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel innerhalb des Dreimonatszeitraums liegt, nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert. Dabei werde der Kurs in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder - als Lästigkeitswert - im Anfechtungsprozess häufig leicht überschritten. Der angebotene Preis für die Aktie werde sicher erreicht. Aber auch schon vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots ändere sich „mit der Bekanntgabe der Maßnahme“ die Börsenbewertung, weg von der Orientierung am möglichen künftigen Unternehmenswert hin zur Erwartung an die künftige Abfindung. Das führe nicht selten zu „heftigen Kursausschlägen“, weil „der Phantasie in beide Richtungen keine Grenzen gesetzt seien“. Mit der Bekanntgabe der Abfindungshöhe beginne „die Spekulation auf den Lästigkeitswert“. Nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bilde sich der Börsenkurs nicht mehr „aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes“. Er widerspiegele dann vielmehr den Preis, „der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden kann“, und die „durch die Strukturmaßnahme geweckte besonde-

re Nachfrage“. Diese Nachfrage habe aber „mit dem Verkehrswert der Aktie, mit dem der Aktionär für den Verlust der Aktionärsstellung so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre, ... nichts zu tun“ (BGH, a.a.O., Rn. 23).

Solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickle, sei also der nach dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung, die nicht notwendig eine Bekanntmachung im Sinne des § 15 WpHG sein müsse, für die Bestimmung des Börsenwertes maßgeblich (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229 ff., „Stollwerck“, Rn. 10 ff., 23).

In der Entscheidung, die zum Spruchverfahren nach Abschluss des BGAV bei der KGF AG ergangen ist, hat der BGH die Festlegung des Dreimonatszeitraums auf den Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme noch einmal bekräftigt (BGH, Beschluss vom 28. Juni 2011 – II ZB 2/10 –, juris Rn. 8).

cc) Der Auffassung der Antragsteller Ziff. 7 und 16 wo-  
nach im vorliegenden Fall auf den Dreimonatszeitraum vor dem Hauptversammlungsbeschluss abzustellen sei, kann aus den vom BGH in der „Stollwerck“-Entscheidung genannten, oben wiedergegebenen Erwägungen, die auch im vorliegenden Fall tragfähig sind, nicht gefolgt werden.

dd) Nach Auffassung der Kammer ist mit der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH außerdem bereits höchstrichterlich geklärt, dass der Referenzzeitraum entgegen der Auffassung der Antragstellerin Ziff. 1 und des gemeinsamen Vertreters im vorliegenden Fall nicht noch weiter vorzulegen ist auf den Dreimonatszeitraum vor dem „Vorläufigen Verlangen“ vom 28. Mai 2015.

Erstens bezieht sich die „Bekanntgabe der Strukturmaßnahme“ (hier: der Absicht zur Herbeiführung eines Übertragungsbeschlusses nach § 327a AktG) im Sinne der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH auf den Zeitpunkt, an dem das Vorhaben im Markt bekannt wird und sich in den maßgeblichen Kreisen interessierter Anleger öffentlich verbreitet. Dies kann beispielsweise durch eine Ad hoc-Mitteilung, eine Verlautbarung in der Hauptversammlung oder eine Pressemitteilung geschehen (wie hier OLG Karlsruhe Beschluss vom 22. Juni 2015 – 12a W 5/15, BeckRS 2015, 12205, beck-online Rn. 29; OLG Saarbrücken,

Beschluss vom 11. Juni 2014 – 1 W 18/13 –, Rn. 42, juris: „öffentliche Bekanntmachung der Absicht des „Squeeze Out“ OLG Frankfurt, Beschluss vom 21. Dezember 2010 – 5 W 15/10 –, Rn. 34, juris: „Bekanntwerden im Markt“).

Bei dem Schreiben vom 28. Mai 2015 („Vorläufiges Verlangen“) handelte es sich jedoch nicht um eine an die Öffentlichkeit gerichtete oder an diesem Tag öffentlich bekannt gemachte Erklärung. Die Mitteilung, dass der Hauptaktionär einen „Squeeze Out“ (zu einem dort nicht angegebenen Preis) wünsche und dass die Gesellschaft alle nötigen Schritte vorbereiten solle, ist an die Gesellschaft adressiert (Anlagenkonvolut AG 1, Unteranlage 1) und veranlasste diese nicht zeitlich unmittelbar zu einer Veröffentlichung. Erst durch die Veröffentlichung der KGF AG vom 27. Juli 2015, wonach der Hauptaktionär ein Verlangen gemäß § 327a AktG an die Gesellschaft gerichtet habe, wurde im vorliegenden Fall die Absicht zum „Squeeze Out“ überhaupt öffentlich bekannt (Bl. 525 d.A.).

Insoweit unterscheidet sich der vorliegende Fall von der vom OLG Frankfurt entschiedenen Konstellation mit zwei Ad hoc-Mitteilungen: Das Gericht hatte über die Abfindung nach Übertragungsbeschluss zu entscheiden, dem zunächst eine längere Phase des Aktienerwerbs, sodann die gegenüber der Gesellschaft kommunizierte Entscheidung des Hauptaktionärs für einen „Squeeze Out“ nach Erwerb eines Aktienpakets von rund 71% vorausgegangen war. Die Gesellschaft hatte zwei Tage nach Abschluss des Kaufvertrages über das Aktienpaket die Absicht des Mehrheitsaktionärs zur Durchführung eines „Squeeze Out“ im Wege einer Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht. Schließlich – erst jetzt hatte der Mehrheitsaktionär mehr als 95% der Anteile erworben – gab es das förmliche Verlangen des Mehrheitsaktionärs nach § 327a Abs. 1 AktG, das von der Gesellschaft im Wege einer weiteren Ad hoc-Mitteilung veröffentlicht wurde. Die Vorinstanz hatte auf die zweite Ad hoc-Mitteilung, also diejenige nach dem Erwerb der erforderlichen Mehrheit von 95% abgestellt. Die Hauptaktionärin hatte im Beschwerdeverfahren geltend gemacht, dass es bereits nach der ersten Bekanntgabe des geplanten Squeeze Out zu Abfindungsspekulationen gekommen sei. Das OLG Frankfurt entschied anders als die Vorinstanz, dass es auf den Dreimonatszeitraum vor der ersten Ad hoc-Mitteilung ankomme (OLG Frankfurt, Beschluss vom 21. Dezember 2010 – 5 W 15/10 –, Rn. 3 ff., 12 ff., 24, 30). Im Unterschied zu dieser Konstellation gab es im vorliegenden Fall nicht mehrere Ad hoc-Mitteilungen, sondern lediglich die Veröffentlichung im Bundesanzeiger vom 27. Juli 2015.

Im Übrigen hat auch das OLG Frankfurt nicht auf die Mitteilung der Absicht zur Durchführung eines „Squeeze Out“ an die Gesellschaft, sondern auf deren nachfolgende Ad hoc-Mitteilung abgestellt (a.a.O. Rn. 3, 30). Das OLG Stuttgart hat schon 2008 auf die „Bekanntgabe“ der Maßnahme als für das Ende des Referenzzeitraums maßgeblich abgestellt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Rn. 42, juris). Erst durch die Veröffentlichung des Verlangens am 27. Juli 2015 war der Nährboden für die potentielle, vom BGH erwähnte „Spekulation auf den Lästigkeitswert“ gelegt.

Zweitens gibt es keine konkreten Anhaltspunkte für ein „Durchsickern“ der Absicht des Hauptaktionärs in der Zeit zwischen dem 28. Mai 2015 und dem 27. Juli 2015. Eine Kursbeeinflussung durch die noch nicht öffentlich bekannten „Squeeze Out“-Pläne kann für diesen Zeitraum nicht festgestellt werden. Es ist zwar zwischen dem 02. Juni 2015 und dem 05. Juni 2015 zu Kurssprüngen in beiden Richtungen gekommen (Kurs am 02. Juni 2015 für 16 Stück bei 55,20 EUR; am 04. Juni 2015 Kurs für 100 Stück bei 59,80 EUR, sodann für 59 Stück bei 59,00 EUR und schließlich am selben Tag für 30 Stück bei 56,00 EUR, dann schließlich für 5 Stück bei 59 EUR; zum 05. Juni 2015 Kurs für 10 Stück bei 53,00 EUR). Anfang Juli gab es mehrfach Ausschläge zwischen rund 51 EUR und 55 EUR. Diese Kurssprünge unterscheiden sich in ihrer Art aber nicht von denjenigen, die es ausweislich der Kurscharts (Abbildung 8 des Gutachtens, Seite 96 sowie Grafik auf Seite 97 des Prüfungsberichts) auch schon vor dem 28. Mai 2015 gab. Sie sind damit als Ausdruck der Volatilität der KGF-Aktie, insbesondere aufgrund des niedrigen „Free Floats“ plausibel erklärbar. Konkrete „Abfindungserwartungen“, die bei der Verkehrswertbestimmung herausgerechnet werden müssten (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Rn. 45, juris), konnte es jedenfalls bezogen auf die Zeit bis zum 27. Juli 2015 ohnehin nicht geben, weil erst an diesem Tag die Antragsgegnerin schriftlich die Höhe der angebotenen Abfindung festhielt.

Drittens unterlagen Insider (wie etwa die Vorstandsmitglieder von KGF AG als Empfänger des „Vorläufigen Verlangens“ vom 28. Mai 2015) dem Verbot von Insidergeschäften. Nach § 14 Abs. 1 WpHG in der damals geltenden Fassung war es verboten, „1. unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern, 2. einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen, 3. einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder

einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.“ Die Vorstandsmitglieder der KGF AG, denen – früher als der Öffentlichkeit – die im „Vorläufigen Verlangen“ zum Ausdruck gebrachte Absicht des Mehrheitsaktionärs bekannt geworden war, durften sich aufgrund des gesetzlichen Verbots von Insidergeschäften dieses Wissen, solange die Information noch nicht öffentlich bekannt gemacht war, nicht bei Aktientransaktionen im eigenen Namen zu nutze machen. Sie durften die Information auch nicht unbefugt anderen mitteilen oder zugänglich machen oder andere auf der Grundlage des noch nicht öffentlich bekannten Verlangens nach § 327a AktG zum Erwerb oder zur Veräußerung von KGF-Aktien verleiten.

Gesetzeskonformes Verhalten der Insider vorausgesetzt, konnte es vor dem 27. Juli 2015 keine derartigen Insidertransaktionen geben, die etwa durch naheliegender erhöhte Orderstückzahlen aufgefallen wären und mit denen der gewichtete Durchschnittskurs hätte beeinflusst werden können. Den Börsenkursen mit dem bloßen Hinweis auf die abstrakte Gefahr eines möglichen Insiderhandels die Aussagekraft abzusprechen (wie es manche Antragsteller tun wollen), ohne dass es konkrete tatsächliche Anhaltspunkte für einen solchen Insiderhandel gibt, hieße letztlich, aufgrund von Mutmaßungen anstelle von festgestellten Tatsachen zu entscheiden.

Viertens nennen auch die Antragsteller im vorliegenden Fall keine konkreten Anhaltspunkte für Insiderhandelsverstöße vor der öffentlichen Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung des „Squeeze Out“ und der Höhe der angebotenen Abfindung. Insbesondere lassen die erwähnten vereinzelt Kursausschläge auf 59 EUR und mehr (vgl. oben 5.a) nicht auf Insiderhandelsverstöße schließen. Denn potentielle Insider als Käufer hätten, wäre ihnen die später öffentlich bekanntgegebene Abfindungshöhe von etwas mehr als 55 EUR bekannt gewesen, bei zu erwartendem rationalem Verhalten nicht an der Börse 59 EUR und mehr für die Aktien bezahlt. Dass Personen aus dem von einigen Antragstellern so genannten „Umfeld“ des Hauptaktionärs oder der KGF AG – getrieben von „Abfindungsspekulationen“ und der Spekulation auf das spätere „Abkaufen“ des Lästigkeitswerts eines Spruchverfahrens – bei den Kursausschlägen nach oben als Käufer in Betracht kommen, dürfte nahezu ausgeschlossen sein. Derartige Personen aus dem besagten „Umfeld“ sind jedenfalls im Spruchverfahren nicht in Erscheinung getreten.

Fünftens spricht gegen eine weitere Vorverlegung des Referenzzeitraums, dass dieser wegen § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG „in größtmöglicher Nähe zum Stichtag“ der Bewertung (d.h.

dem Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung) liegen muss (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, Rn. 24, juris).

c) Aussagekraft der Börsenkurse in diesem Referenzzeitraum – keine Markteng

Die herangezogenen Börsenkurse sind im vorliegenden Fall auch hinreichend aussagekräftig für eine Ermittlung des Verkehrswerts.

Gegen die Aussagekraft der Börsenkurse spricht nicht, dass sich zu Beginn des fraglichen Zeitraums bereits etwas mehr als 95% der Aktien in der Hand der Antragsgegnerin befanden. Denn bei einem „Squeeze Out“ ist angesichts des erforderlichen Quorums von mindestens 95% der Aktien (§ 327a Abs. 1 AktG) der Streubesitz, also die verbliebene Zahl der frei handelbaren Aktien, von vornherein sehr gering, woraus sich auch die relativ geringen täglichen Handelsvolumina im vorliegenden Fall erklären. Dennoch hat hier ein regelmäßiger Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 94 m.w.N., demnach ist selbst ein Streubesitz von nur 2,4% der Aktien nicht geeignet, die Unbeachtlichkeit der Kurse für die Ermittlung des Börsenwerts festzustellen; vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, Rn. 235 OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17, Rn. 38).

Es liegt nahe, zur Prüfung der (erforderlichen, vgl. oben 3.f) Aussagekraft von Börsenkursen die Kriterien von § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO als Wertung des Gesetz- bzw. Verordnungsgebers entsprechend anzuwenden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Rn. 53; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 39). Danach gilt bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten nach §§ 10 Abs. 1, 35 WpÜG: Sind für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor dem Stichtag „an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden“ und weichen mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander ab, so hat die Höhe der Gegenleistung dem anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens zu entsprechen.

Die Kammer konnte anhand der vom sachverständigen Prüfer ermittelten, in elektronischer Form bei der Beilage befindlichen und in der mündlichen Verhandlung erörterten Handelsdaten (vgl. Bl. 514 ff. d.A.; Anlage 1 zum Protokoll vom 06. März 2018, Bl. 528 ff. d.A.) durch eigene Überprüfung feststellen, dass diese Ausschlusskriterien, die nach weit verbreiteter

Auffassung zur fehlenden Aussagekraft von Börsenkursen führen, im vorliegenden Fall nicht kumulativ vorliegen. Wie der sachverständige Prüfer festgehalten hat (Prüfungsbericht, Seite 98), stellte sich zwar eine Kursabweichung von mehr als 5 Prozent im Referenzzeitraum mehrfach ein. Die Aktie wurde jedoch an 30 von 63 möglichen Handelstagen und damit deutlich mehr als einem Drittel der Börsentage gehandelt. Trotz teils geringer Ordervolumina pro Transaktion und trotz geringen frei gehandelten Volumens insgesamt, bezogen auf die Zahl der ausgegebenen Aktien, kann damit noch von einer hinreichenden Liquidität und damit von der Aussagekraft der Börsenkurse im Freiverkehr ausgegangen werden.

Auch im Übrigen gibt es, wie bereits ausgeführt, keine tatsächlichen Anhaltspunkte für eine Marktmanipulation oder massiven Insiderhandel, die gegen eine Aussagekraft der Börsenkurse im hier herangezogenen Referenzzeitraum sprechen würden.

d) Ermittlung des durchschnittlichen, umsatzgewichteten Börsenkurses

Der Kammer standen, wie bereits erwähnt, die vom sachverständigen Prüfer ermittelten, in elektronischer Form bei der Bejakte befindlichen und in der mündlichen Verhandlung erörterten Handelsdaten zur Verfügung (Bl. 514 ff. und Anlage 1 zum Protokoll vom 06. März 2015, Bl. 528 ff. d.A.).

Die Antragsteller Ziff. 32 bis 34 haben beanstandet, dass anhand des -Gutachtens die rechnerische Ermittlung des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses anhand der im Gutachten abgedruckten Zahlen wegen fehlender Differenzierung zwischen den Handelsplätzen in der Dokumentation nicht nachvollziehbar sei und die im -Gutachten (Seite 98) abgedruckte Tabelle rechnerisch nicht den angegebenen umsatzgewichteten Durchschnitt von 55,13 EUR ergebe (Bl. 303 d.A.). Bezogen auf die Dokumentation im -Gutachten ist dieser Einwand berechtigt. Jedoch ergibt sich aus den tatsächlichen Handelsdaten, dass in der im -Gutachten abgedruckten Tabelle offensichtlich einige Handelsumsätze zusammengefasst wurden. Ermittelt man anhand der tatsächlichen Einzelumsätze den umsatzgewichteten Durchschnittskurs für den hier relevanten Referenzzeitraum, so ergibt sich der ermittelte Durchschnittskurs von aufgerundet 55,13 EUR.

Sowohl aus dem -Gutachten (Seite 99) als auch aus dem Prüfungsbericht des sachverständigen Prüfers (Seite 96) ergibt sich, dass auf Berechnungen der BaFin (nach den in § 5 Abs. 3 WpÜG-AngebVO genannten Regelungen) nicht zurückgegriffen werden konnte, weil

die BaFin keine Börsenkurse auf der Basis von Freiverkehrskursen ermittelt. Daher wurde auf Bloomberg-Daten zurückgegriffen. Bedenken hiergegen haben auch die Antragsteller nicht geäußert. Der Bevollmächtigte bzw. Terminsbevollmächtigte der Antragsteller Ziff. 7, 10 bis 15, 17 bis 23, 32 bis 35 hat die Richtigkeit des rechnerischen Ergebnisses in der mündlichen Verhandlung bestätigt (Bl. 515 d.A.).

Entgegen der in der mündlichen Verhandlung geäußerten Auffassung des gemeinsamen Vertreters spielen „bezahlt Geld“-Kurse (mehr Nachfrage als Angebot) bei der Ermittlung des volumengewichteten Durchschnittskurses im Ergebnis keine Rolle, soweit mangels (die Nachfrage vollständig deckenden) Angebots kein tatsächlicher Handel stattfand. Dasselbe gilt, soweit kein tatsächlicher Handel erfolgte, für „bezahlt Brief“-Kurse und taxierte, also vom Skontrofführer geschätzte Kurse.

e) Kein Anpassungsbedarf

Der BGH hat in der „Stollwerck“-Entscheidung ausgeführt, dass der im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als nach Umsätzen gewichteter Durchschnittskurs ermittelter Börsenkurs zum Schutz der Minderheitsaktionäre unter Umständen an die allgemeine Kursentwicklung angepasst, d.h. entsprechend erhöht werden muss, wenn zwischen dem Ende des Referenzzeitraums und dem Tag der Hauptversammlung „ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt“ (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 29 im entschiedenen Fall: siebeneinhalb Monate, vgl. Rn. 30). Im vorliegenden Fall ist eine solche Anpassung nicht erforderlich, denn zwischen dem Ende des Referenzzeitraums und dem Tag der Hauptversammlung liegen nur etwa zwei Monate (vgl. Austmann, in Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht, Band 4 a.a.O. § 75 Rn. 101). Die Antragstellerin Ziff. 1 hält aus diesem Grunde eine Anpassung des ermittelten Börsenkurses zu Recht nicht für erforderlich (Bl. 410 d.A.).

6. Entbehrlichkeit einer Überprüfung der Ertragswertberechnung

Zur Überzeugung der Kammer bedarf es aufgrund der vorstehenden Überlegungen zur Aussagekraft der Börsenkurse im vorliegenden Fall keiner weiteren Überlegungen zur Verkehrswertermittlung, um die Angemessenheit der am durchschnittlichen umsatzgewichteten Börsenkurs orientierten Abfindung positiv feststellen zu können. Insbesondere ist eine Über-



prüfung der von            vorgenommenen und vom sachverständigen Prüfer nachvollzogenen Ertragswertberechnung wegen der Besonderheiten des vorliegenden Falles überflüssig.

Im Übrigen sind sowohl das            Gutachten als auch der sachverständige Prüfer in seinem Prüfungsbericht zu dem nachvollziehbar begründeten Ergebnis gelangt, dass sowohl der Ertragswert als auch der Barwert der Ausgleichszahlungen deutlich niedriger sind als der im Ergebnis für die Ermittlung des Verkehrswerts herangezogene durchschnittliche umsatzgewichtete Börsenkurs. Auch unter Berücksichtigung der Kritikpunkte der Antragsteller bleibt es für die Kammer ausgeschlossen, dass sich unter Zugrundelegung „realistischer“ Berechnungsparameter rechnerisch ein Ertragswert ergeben könnte, der über dem ermittelten durchschnittlichen umsatzgewichteten Börsenkurs liegt. Der sachverständige Prüfer hat erklärt, dass die Lücke zwischen dem mithilfe des Ertragswertverfahrens ermittelten Wert einerseits und dem volumengewichteten durchschnittlichen Börsenkurs andererseits hier so groß ist, dass auch bei Veränderung der Parameter des Ertragswertverfahrens kein höherer Ertragswert als der Börsenkurs herauskommt, soweit man angemessene Veränderungen der Parameter unterstellt. Die Kammer schließt sich dem an und ist überzeugt, dass sich im vorliegenden Fall auch bei einer Veränderung der Berechnungsparameter wie etwa der Marktrisikoprämie oder des Beta-Faktors im noch vertretbaren, plausiblen Rahmen zugunsten der Minderheitsaktionäre kein höherer angemessener Abfindungsbetrag ergibt als der ihnen bereits angebotene.

## 7. Ergebnis

Die Kammer ist der Auffassung, dass der angebotene, am durchschnittlichen umsatzgewichteten Börsenkurs orientierte Abfindungsbetrag von 55,13 EUR angemessen ist, dem Verkehrswert der Aktien entspricht und den Minderheitsaktionären eine angemessene, „volle“ Kompensation für den mit Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses eingetretenen Verlust ihrer mitgliedschaftlichen Stellung in der KGF AG bietet. Anlass zur Erhöhung des Abfindungsbetrages besteht nicht.

## **III. Verfahrensanhträge, Nebenentscheidungen**

### 1. Verfahrensanhträge

Einige Antragsteller (u.a. Antragsteller Ziff. 8, 9 –            ) haben beantragt, von der Anhörung des „Vertragsprüfers“ (gemeint war wohl der vom Gericht bestellte sachverständi-

ge Prüfer – hier geht es nicht um die Angemessenheitsprüfung nach einem Unternehmensvertrag) abzusehen und sogleich einen gerichtlichen Sachverständigen mit der Unternehmensbewertung zu beauftragen (Bl. 96, 115 d.A.). Dieser Anregung für die Verfahrensweise war aus mehreren Gründen nicht Folge zu leisten: Zum einen ergibt sich aus der durch § 8 Abs. 2 SpruchG zum Ausdruck kommenden, hervorgehobenen Stellung des (gerichtlich bestellten) sachverständigen Prüfers, dass dieser als sachverständiger Zeuge vorrangig vor der etwaigen Beauftragung eines (weiteren) gerichtlichen Sachverständigen anzuhören ist. Aufgrund der in § 17 Abs. 1 SpruchG angeordneten grundsätzlichen Anwendbarkeit des FamFG unterliegt das Beweisverfahren dem Freibeweis. Das Gericht ist in der Auswahl der Beweismittel grundsätzlich frei (Puzskajler, in Kölner Kommentar AktG 3. Aufl. 2013, § 8 SpruchG Rn. 64). Zum anderen ist der Rechtsstreit entscheidungsreif, ohne dass es der Heranziehung eines (weiteren) Sachverständigen bedürfte. Ein Sachverständigengutachten ist auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes im Spruchverfahren nur bei Bedarf einzuholen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, juris; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 02. Oktober 2017 – 9 W 3/14 –, Rn. 19, juris).

Soweit einige Antragsteller die Anordnung einer Vorlage weiterer Unterlagen (wie etwa von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer aus Bewertungsarbeiten) gefordert haben, setzt eine solche Anordnung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG die hier nicht gegebene Entscheidungserheblichkeit der entsprechenden Unterlagen voraus. Es bedarf zur Feststellung der Angemessenheit der Abfindung auch nicht der Beantwortung der umfangreichen Fragen der Antragsteller Ziff. 18 bis 23 (Bl. 189, 226 d.A.).

## 2. Kostenentscheidung, Geschäftswert

Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 SpruchG. Die Gerichtskosten können ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Bloßes Unterliegen genügt, anders als bei § 91 ZPO, nicht, um unter Billigkeit Gesichtspunkten, die positiv festzustellen sind (etwa Rechtsmissbräuchlichkeit, offensichtliche Unzulässigkeit oder offensichtliche Unbegründetheit des Antrags), eine Kostentragungspflicht der Antragsteller zu begründen (Roskopf, in Kölner Kommentar a.a.O. §15 SpruchG Rn. 43).

Gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG in der seit 2013 geltenden Fassung kann das Gericht anordnen, dass der Antragsgegner des Spruchverfahrens die notwendigen Kosten der Antragsteller trägt, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit

entspricht. Im Falle der Zurückweisung der Anträge der Antragsteller ist dafür kein Raum (Drescher, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 15 SpruchG Rn. 24).

Der Anspruch des gemeinsamen Vertreters gegen den Antragsgegner auf Ersatz von Auslagen und Vergütung ergibt sich aus § 6 Abs. 2 SpruchG.

Der Bestimmung des Geschäftswerts liegt der Mindestwert des § 74 Satz 1 GNotKG zugrunde. Die Maßgeblichkeit dieses Geschäftswerts auch für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters ergibt sich aus § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG.

#### **Rechtsbehelfsbelehrung:**

Gegen Ziff. 1 und 2 des Beschlusstextes kann das Rechtsmittel der Beschwerde (§ 12 Abs. 1 SpruchG, §§ 63 ff. FamFG) eingelegt werden. Die Beschwerde muss binnen einer Frist von einem Monat eingelegt werden. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart, einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch eine Beschwerdeschrift eingelegt werden, die durch einen Rechtsanwalt unterzeichnet sein muss. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Eine Begründung soll vorgelegt werden.

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200,00 € übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde. Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn sie innerhalb einer Frist von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, eingelegt wird. Ist der Geschäftswert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder nach Bekanntmachung durch formlose Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Falle der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem dritten Tage nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart einzulegen. Die Beschwerde kann zu Protokoll der Geschäftsstelle erklärt oder schriftlich eingereicht werden. Die Beschwerde kann auch vor der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht. Die Mitwirkung eines Rechtsanwalts ist nicht vorgeschrieben. Im Übrigen gelten für die Bevollmächtigung die Regelungen der für das zugrunde liegende Verfahren geltenden Verfahrensordnung entsprechend.

Rechtsbehelfe können auch als elektronisches Dokument eingelegt werden. Eine Einlegung per E-Mail ist nicht zulässig. Wie sie bei Gericht elektronisch einreichen können, wird auf [www.ejustice-bw.de](http://www.ejustice-bw.de) beschrieben.