



Kammergericht

Beschluss

Geschäftsnummer: 2 W 61/12 SpruchG
102 O 228/07 AktG Landgericht Berlin

In dem Spruchverfahren betreffend Abfindung und Ausgleich nach den §§ 304, 305 AktG für die
außenstehenden Aktionäre der MME Moviement AG

Beteiligte:

gegen

hat der 2. Zivilsenat des Kammergerichts, Eißholzstraße 30 – 33, 10781 Berlin, am 8. Dezember
2014 durch den Vorsitzenden Richter am Kammergericht den Richter am
Kammergericht und die Richterin am Kammergericht **beschlossen:**

Die sofortigen Beschwerden der Antragsteller zu 18. 19. und 29. sowie der Antragsgegnerin zu 1. gegen den Beschluss des Landgerichts Berlin vom 22. November 2011 – 102 O 228/07 AktG – werden zurückgewiesen.

Die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin zu 2. wird als unzulässig verworfen.

Die Antragsgegnerinnen haben die Kosten des Beschwerdeverfahrens zu tragen.
Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren wird auf 3.195.204,24 EUR festgesetzt.

A.

Die Antragsteller zu 18., 19. und 29. sowie die Antragsgegnerinnen wenden sich gegen die Festsetzung der Barabfindung nach § 305 AktG auf 8,63 EUR je Stückaktie der Antragsgegnerin zu 2. und die Festsetzung des Ausgleichs nach § 304 AktG auf 0,69 EUR brutto (0,58 EUR netto zzgl. Solidaritätszuschlag und Körperschaftssteuer) je Stückaktie der Antragsgegnerin zu 2. mit Beschluss des Landgerichts Berlin vom 22. November 2011.

Die Antragsgegnerin zu 2. ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft. Ihr Grundkapital von 11.180.909,00 EUR ist in 11.180.909 nennwertlose Inhaberstückaktien eingeteilt. Gegenstand der Gesellschaft ist laut Satzung vom 3. Juli 2007 Herstellung, Vertrieb und Verwertung von Fernseh-, Film-, Musik- und Multimediaproduktionen über alle Print- und elektronischen Medien, die Vermarktung von Künstlern und Merchandisingprodukten sowie der Erwerb und das Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Unternehmen im In- und Ausland. Seit einer Umstrukturierung im Jahr 2004 nimmt die Antragsgegnerin zu 2. die Funktion einer Holding wahr. Das operative Geschäft, das in der Herstellung von Auftragsproduktionen für Fernsehsender besteht, obliegt ihren Tochtergesellschaften. Die entweder mit dem Sender gemeinsam entwickelten oder von ihm vorgelegten Formate werden zu einem Festpreis produziert, der die Produktionskosten zuzüglich eines Kostenaufschlags als Rohmarge abdeckt. Wegen der weiteren Einzelheiten der Firmengeschichte und der Geschäftstätigkeit der Antragsgegnerin zu 2. wird auf die angefochtene Entscheidung verwiesen (Umdruck Seite 6 f).

Am 27. Februar 2007 schloss die Antragsgegnerin zu 1. - eine als Vorratsgesellschaft gegründete Gesellschaft, die Teil der _____ ist - mit diversen Aktionären einen Vertrag über den Erwerb von 4.396.198 Aktien der Antragsgegnerin zu 2.. Ein öffentliches Übernahmeangebot vom 29. März 2007 zu einem Preis von 7,00 EUR je Stückaktie wurde bis

zum Ablauf der Annahmefrist am 27. April 2007 für 4.802.288 Aktien angenommen.

Am 28. Juni 2007 beschloss die Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 2. die Umstellung des Geschäftsjahres auf den Zeitraum vom 1. September bis 31. August, so dass für 2007 ein Rumpfgeschäftsjahr verblieb.

Am 13. August 2007 schlossen die Antragsgegnerinnen einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, mit dem sich die Antragsgegnerin zu 2. der Leitung der Antragsgegnerin zu 1. unterstellte und sich verpflichtete, ihren gesamten Gewinn an sie abzuführen. Die Antragsgegnerin zu 1. garantierte den außenstehenden Aktionären für die Dauer des Vertrages eine jährliche Ausgleichszahlung von 0,51 EUR brutto je Stückaktie und verpflichtete sich auf Verlangen zum Erwerb gegen Zahlung einer Barabfindung von 7,00 EUR je Stückaktie. Grundlage für die Bemessung von Ausgleichszahlung und Barabfindung war die gutachterliche Stellungnahme der vom 10. August 2007, die bezogen auf den voraussichtlichen Stichtag zu einem Unternehmenswert der Antragsgegnerin zu 2. von 55,4 Mio. EUR gelangte und je Aktie einen Ertragswert von 4,96 EUR sowie eine Ausgleichszahlung von 0,51 EUR errechnete. Da der für einen am 3. Mai 2007 endenden Dreimonatszeitraum ermittelte durchschnittliche Börsenkurs bei 6,68 EUR lag, erhöhte die Antragsgegnerin zu 1. das Barabfindungsangebot auf die bereits zuvor angebotenen 7,00 EUR je Aktie. Mit Bericht vom 13. August 2007 bestätigte die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich. Die außerordentliche Hauptversammlung der Antragsgegnerin zu 2. am 25. September 2007 stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zu.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre haben die Bestimmung einer höheren Barabfindung und einer höheren Ausgleichszahlung beantragt. Zum Teil haben sie verfahrensrechtliche Einwendungen erhoben. Des weiteren haben sie geltend gemacht, dass Barabfindung und Ausgleichszahlung zu niedrig bemessen seien. Dazu haben sie vorgetragen, dass die Planung aus verschiedenen Gründen zu pessimistisch ausgefallen sei und das negative sonstige Ergebnis sowie das Finanzergebnis unplausibel seien. Auch sei die Steigerung der Materialaufwandsquote im Verhältnis zum Umsatz nicht nachvollziehbar. Sie haben ferner die fehlende Zurechnung der Thesaurierungsbeträge in der Detailplanungsphase und die Ausschüttungsquote kritisiert. Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre hat geltend gemacht, dass die Planung insgesamt intransparent sei, weil die Einzelplanungen der Tochtergesellschaften nicht vorgelegt worden seien. Des weiteren haben sie sich gegen die im Vertragsbericht verwendeten Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes gewandt. Wegen der Einzelheiten wird auf die angefochtene Entscheidung verwiesen (Umdruck Seite 10 f). Zum Teil haben die

Antragsteller die Auffassung vertreten, das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei aus verschiedenen Gründen nicht ausreichend berücksichtigt. Die Mehrheit der Antragsteller hat außerdem gemeint, der als Untergrenze der Abfindung maßgebliche Börsenkurs hätte nach dem Durchschnittskurs eines am Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung endenden Dreimonatszeitraums ermittelt werden müssen. Schließlich ist die Berechnung des Ausgleichs durch kritisiert worden.

Die Antragsgegnerinnen haben die Zurückweisung der Anträge verlangt. Sie haben die Unternehmensbewertung im Vertragsbericht als zutreffend, jedenfalls aber als vertretbar verteidigt. Die Planung sei nicht zu konservativ, da das Geschäftsumfeld aus verschiedenen Gründen allenfalls als stagnierend zu bezeichnen sei. Da zu Beginn eines Geschäftsjahres höchstens 50 % des Auftragsvolumens vertraglich abgesichert seien, seien langfristige Planungsrechnungen grundsätzlich nicht möglich. Der Anstieg der Materialaufwandsquote folge aus der 2007 eingeleiteten Verschiebung zu aufwändigeren Einzelproduktionen. Der Anstieg der Konzernsteuerquote beruhe auf dem Verbrauch von zum Bewertungsstichtag vorhandenen Verlustvorträgen. Die Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform seien ab dem Planjahr 2007/2008 berücksichtigt worden. Die Synergien könnten nicht genau bestimmt werden, weil mit der bereits vor dem Unternehmensvertrag ein faktischer Konzern bestanden habe. Die Antragsgegnerinnen haben die einzelnen Komponenten des von angewendeten Kapitalisierungzinssatzes verteidigt. Wegen der Einzelheiten wird auf die angefochtene Entscheidung verwiesen (Umdruck Seite 12). Ferner haben sie vortragen, dass das nicht betriebsnotwendige Vermögen zutreffend berücksichtigt worden sei. Die per 31. Dezember 2006 bestehende Liquidität sei in vollem Umfang zur Rückführung von Bankverbindlichkeiten benötigt worden. Das Fehlen von Ausschüttungen für die Geschäftsjahre 2007/2008 und 2008/2009 beruhe auf der Vereinbarung von entsprechenden Ausschüttungsrestriktionen in den Darlehensverträgen. Zum Ausgleichsanspruch haben sie vorgetragen, dass eine „Auspowerung“ der Gesellschaft während der Vertragslaufzeit ebenso wenig zu berücksichtigen sei wie der Börsenkurs.

Das Landgericht hat den ausdrücklich gegen die Antragsgegnerin zu 2. gerichteten Antrag des Antragstellers zu 13. als unzulässig zurückgewiesen. Im Übrigen hat es nach Einholung eines Sachverständigengutachtens die Barabfindung und die Ausgleichszahlung mit Beschluss vom 22. November 2011 ausgehend von einem Unternehmenswert von 96.434 TEUR per 25. September 2007 auf die eingangs genannten Beträge festgesetzt. Wegen der Einzelheiten der Beweisthemen wird auf den Beschluss des Landgerichts vom 7. April 2009 (Bd. 30, Bl. 144 ff d. A.) und das gerichtliche Schreiben vom 21. April 2011 (Bd. 31, Bl. 103 d. A.) verwiesen. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das Gutachten des Wirtschaftsprüfers

von der
vom 10. Dezember 2010 und auf die ergänzende Stellungnahme vom 8. Juli 2011 verwiesen.

Das Landgericht hat die Unternehmensplanung der Antragsgegnerin zu 2. im wesentlichen unverändert zugrunde gelegt. Anders als hat es die Synergien jedoch nicht durch einen Abschlag beim Betafaktor berücksichtigt, sondern den sich hieraus ergebenden Betrag von 3,466 Mio. EUR als Sonderwert dem sich aus der Planung ergebenden Ertragswert hinzugerechnet. Für die Phase II hat es die von nicht den Aktionären zugerechnete „Sonderthesaurierung“ zur Finanzierung des nachhaltigen Bilanzwachstums korrigiert. Den Basiszinssatz hat das Landgericht auf 4,67 % und den Risikozuschlag mit 3,015 % nach Steuern festgelegt, wobei es von einer Marktrisikoprämie von 4,5 % und einem Betafaktor von 0,67 ausgegangen ist. Den Wachstumsabschlag hat es mit 1 % bemessen. Bei der Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern ist es für die erst in der Zeit ab dem 1. Januar 2009 geplanten Ausschüttungen von einem Steuersatz von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag ausgegangen und hat für die Thesaurierungsbeträge auch für die Zeit nach dem 1. Januar 2009 einen Steuersatz von Null angesetzt. Die erwarteten liquiden Mittel per Bewertungsstichtag von 6,1 Mio. EUR hat es nicht als Vermögen angesehen, weil sie nicht frei hätten entnommen werden können. Zur Bestimmung der Ausgleichszahlung hat das Landgericht den Unternehmenswert mit einem Zinssatz von 4,95 % verrentet.

Gegen den Beschluss des Landgerichts haben die Antragsteller zu 18., 19. und 29. sowie die Antragsgegnerinnen Rechtsmittel eingelegt.

Die Antragsteller zu 18. und 19. meinen, es sei ein deutlich höherer Wachstumsabschlag anzusetzen. Er müsse mindestens die Inflationsrate und das durchschnittliche Gewinnwachstum der Unternehmen berücksichtigen.

Die Antragstellerin zu 29. macht geltend, dass die Planung unplausibel sei. Im Vergleich mit den Vergangenheitszahlen seien die Überschüsse bis zur Phase II zu gering. Außerdem „dürfte“ der Basiszinssatz von 4,76 % vor Steuern angesichts der seit Jahren bestehenden und sich verschärfenden Niedrigzinsphase zu hoch sein, schon weil davon ausgegangen werden müsse, dass die Svensson-Methode zu Lasten der außenstehenden Aktionäre wirke. Vor allem aber sei die Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern zu hoch. Eine Überrendite von Aktien gegenüber Anleihen in dieser Höhe sei weder in der Vergangenheit beobachtet worden noch sei sie in der Zukunft zu erwarten. Der Wachstumsabschlag von 1 % sei zu niedrig, denn bereits die durchschnittliche Inflationsrate habe zum Bewertungsstichtag geschätzt um die 2 % betragen.

Außerdem stehe der niedrige Wachstumsabschlag in Widerspruch zu den hohen Risikozuschlägen.

Die Antragsgegnerinnen verteidigen die Unternehmensbewertung durch die . Sie weisen außerdem darauf hin, dass die angebotene Barabfindung von 7,00 EUR je Stückaktie über der damaligen Einschätzung der Ertragskraft des Unternehmens durch den Kapitalmarkt, über den Werten der langjährigen Kursentwicklung und über dem gewichteten Durchschnittskurs des Dreimonatszeitraums vor der ersten Bekanntgabe des geplanten Unternehmensvertrages liege.

Die Antragsteller beantragen,

unter Abänderung der angefochtenen Entscheidung die Barabfindung höher als 8,63 EUR je Stückaktie und die jährliche Ausgleichszahlung höher als 0,69 EUR brutto je Stückaktie der MME Moviement AG festzusetzen.

Die Antragsgegnerinnen beantragen,

den Beschluss des Landgerichts Berlin vom 22. November 2011 aufzuheben und die sofortigen Beschwerden der Antragsteller zurückzuweisen.

Die Antragsteller zu 4. bis 6., zu 14., zu 15. bis 17. und zu 20. beantragen,

die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen.

Die Antragssteller zu 15. bis 17. machen geltend, dass die Veräußerung der Anteile durch das Management zu 7,00 EUR je Aktie für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung nicht von Bedeutung sei. Das Landgericht habe zu Recht die zur nachhaltigen Wachstumsfinanzierung erforderliche Thesaurierung korrigiert, weil die Planung in diesem Punkt nicht plausibel gewesen sei. Die Synergieeffekte habe es zutreffend bewertet. Die Festsetzung eines Sonderwerts erfolge immer dann, wenn dadurch eine bessere Darstellung der Wertauswirkungen erreicht werde, wobei es keine Rolle spiele, ob es sich um betriebsnotwendiges oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen handle. Auch die Auswirkungen der Abgeltungssteuer auf die Marktrisikoprämie habe das Landgericht zutreffend berücksichtigt.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf die angefochtene Entscheidung verwiesen.

B.

I. Das Rechtsmittel der Antragsgegnerin zu 2. ist unzulässig. Im Übrigen sind die Rechtsmittel zulässig.

Auf das nach dem 1. September 2003 eingeleitete Beschwerdeverfahren ist gemäß § 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG dieses Gesetz anwendbar. Gegen den angegriffenen Beschluss ist gemäß § 12 Abs. 1 SpruchG in der ab dem 1. September 2009 geltenden Fassung die Beschwerde statthaft, wobei die Beschwerdeschrift durch einen Rechtsanwalt unterzeichnet werden muss. Dass das Kammergericht zur Entscheidung über das Rechtsmittel berufen ist, folgt aus § 12 Abs. 2 SpruchG. Gemäß der umfassenden Verweisung in § 17 Abs. 1 SpruchG findet wegen der Übergangsvorschrift des Art. 111 Abs. 1 FGG-Reformgesetz auf das Beschwerdeverfahren das bis zum 31. August 2009 geltende FGG Anwendung (OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Februar 2012 – 21 W 17/11, NZG 2013, 69 ff Juris Rz 23; OLG München, Beschluss vom 25. Februar 2010 – 31 Wx 32/10; ZIP 2010, 496 m. w. N.; Wilske in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, SpruchG, 3. Aufl., § 12 Rz 4).

Nach § 20 Abs. 1 FGG setzt die Beschwerde eine Rechtsbeeinträchtigung voraus. Daran fehlt es bei der Antragsgegnerin zu 2., weil der gegen sie gerichtete Antrag zurückgewiesen worden ist.

Nach §§ 21 Abs. 1, 22 Abs. 1 FGG ist die sofortige Beschwerde binnen einer Frist von zwei Wochen ab Bekanntmachung bei dem Gericht, dessen Entscheidung angefochten wird, oder bei dem Beschwerdegericht einzulegen. Diese Anforderungen sind erfüllt. Die Antragsteller haben gegen den am 27. Dezember 2011 (Antragstellerin zu 18. und Antragsteller zu 19.) und 22. Dezember 2011 (Antragstellerin zu 29.) zugestellten Beschluss mit den am 10. Januar 2012 (Antragstellerin zu 18. und Antragsteller zu 19.) und 2. Januar 2012 (Antragstellerin zu 29.) sofortige Beschwerde eingelegt. Den Antragsgegnerinnen ist der Beschluss am 21. Dezember 2011 zugestellt worden. Sie haben mit dem am 3. Januar 2012 eingegangenen Schriftsatz sofortige Beschwerde eingelegt.

II. Die Rechtsmittel sind unbegründet. Der Senat kann ohne mündliche Verhandlung entscheiden, weil eine solche bereits vor dem Landgericht stattgefunden hat und im Beschwerdeverfahren nur noch über Rechtsfragen zu befinden ist (vgl. BVerwG, Beschluss vom 25. September 2003 – 4 B 68/03, NVwZ 2004, 108 ff Juris Rz 20 ff; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 3. August 2004 – 3 W 60/04, NZG 2004, 872 ff Juris Rz 38; Wilske a.a.O., § 12 Rz 45; Simon/Simon, SpruchG, 2007, § 12 Rz 25).

1. Die Sachprüfung ergibt, dass die angegriffene Entscheidung zutreffend ist. Keiner der von den Beschwerdeführern vorgebrachten Einwände greift durch. Die Entscheidung des Landgerichts erweist sich auch nicht aus anderen Gründen als fehlerhaft. Der Rechtsstreit ist entscheidungsreif, ohne dass es der Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens bedarf. Denn der Sachverhalt ist nach der Überzeugung des Senats durch die vorliegenden Gutachten – insbesondere durch das im Rahmen der Beweisaufnahme eingeholte Sachverständigengutachten nebst Ergänzungen – in der gebotenen Intensität geklärt.

Bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen hat im Spruchverfahren gemäß § 1 Nr. 1 SpruchG eine Unternehmensbewertung zu erfolgen mit dem Ziel sicherzustellen, dass die außenstehenden Aktionäre den ihnen nach § 304 AktG zustehenden angemessenen Ausgleich erhalten und die gemäß § 305 AktG angebotene Abfindung angemessen ist. Diese Regelungen sind verfassungsgemäß. Bei dem zu leistenden Ausgleich geht es um eine vollwertige Kompensation für den von den Minderheitsaktionären hinzunehmenden Verlust, d. h. um die "volle Entschädigung" (zum Vorstehenden BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/99, „DAT/Altana“, GE 100, 289 ff Juris Rz 45 ff und 52). Hierzu bedarf es einer Unternehmensbewertung. Für die "richtige" Bewertung eines Unternehmens zu Zwecken der Bemessung von Ausgleich und Abfindung nach §§ 304, 305 AktG gibt es keine näheren gesetzlichen Vorgaben. Auch in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion haben sich bislang keine einheitlichen Grundsätze herausgebildet. Vor diesem Hintergrund kann es im Spruchverfahren von vornherein nicht darum gehen, mit gleichsam naturwissenschaftlich-mathematischer Genauigkeit eine objektiv verifizierbare Berechnung vorzunehmen. Vielmehr genügt es, wenn das Gericht – erforderlichenfalls mit sachverständiger Unterstützung – zu der Überzeugung gelangt, dass eine bestimmte konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutreffender Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führt. Maßgeblich sind damit – richtige Ausgangsdaten vorausgesetzt – im Wesentlichen Plausibilitäten (Senat, Beschluss vom 19. Mai 2011 – 2 W 154/08, NZG 2011, 1302 ff Juris Rz 23 und Beschluss vom 14. Januar 2009 – 2 W 68/07, KGReport 2009, 657 ff Juris Rz 36). Dabei steht den Gerichten ein großer Spielraum vertretbarer Annahmen zu, innerhalb dessen letztlich durch Schätzung nach § 287 ZPO zu entscheiden ist (Emmerich, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, § 305 Rn. 53). Von diesen Grundsätzen hat sich das Landgericht in dem angegriffenen Beschluss leiten lassen. Sie gelten auch für das Beschwerdeverfahren.

Anders als die Antragsgegnerinnen meinen, besteht kein von vornherein eingeschränkter Prüfungsmaßstab dergestalt, dass die der Hauptversammlung vorgelegte und vom gerichtlich bestellten Prüfer bestätigte Wertermittlung durch das Gericht nur daraufhin geprüft wird, ob die

Planung und die zur Diskontierung verwendeten Parameter sich „außerhalb jeglicher vertretbarer Bandbreiten“ bewegen. Unzutreffend ist auch, dass eine Korrektur der Werte durch das Gericht nur zulässig ist, wenn dies der Fall ist. Die von ihnen zitierte Entscheidung des OLG Frankfurt (Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11, AG 2012, 513 ff) stützt ihre Ansicht, die auf eine Beschränkung der gerichtlichen Prüfung auf offensichtliche „Ausreißer“ hinausläuft, nicht.

Vielmehr gilt es, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO einen angemessenen Wert zu bestimmen. Ertragswertgutachten beruhen in weiten Teilen auf Prognosen und Annahmen. Es geht daher nicht um die Ermittlung eines mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswerts, sondern um einen objektivierten Wert, der auf der Grundlage anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden aus Sicht eines objektiv vernünftigen Dritten als angemessen gelten kann (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff Juris Rz 20; OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. November 2013 – 20 W 4/12, zitiert nach Juris Rz 77 ff; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, a.a.O., Juris Rz 33).

Ausgangspunkt der Schätzung sind die der Hauptversammlung vorgelegte Wertermittlung und die Prüfung durch den gerichtlich bestellten Prüfer. Deren Daten sind heranzuziehen, solange sie vertretbar sind und zu einem insgesamt angemessenen Ergebnis führen (OLG Frankfurt a.a.O. Juris Rz 36; vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11, zitiert nach Juris 180).

Hat das Gericht hieran Zweifel und hält es eine weitere Aufklärung für erforderlich, hat es sich mangels eigener Sachkunde regelmäßig sachverständiger Hilfe zu bedienen. Hierzu ist anerkannt, dass das Gericht von der Einschätzung eines von ihm bestellten Sachverständigen nur unter engen Voraussetzungen abweichen darf. Es muss die eigene Sachkunde besonders ausweisen (BGH, Urteil vom 21. Januar 1997 – VI ZR 86/96, NJW 1997, 1446 f), wobei das Studium von Fachliteratur (BGH, Urteil vom 10. Januar 1984 – VI ZR 122/82, NJW 1984, 1408 f Juris Rz 8) oder eine langjährige Tätigkeit in einem Spezialsenat (BGH, Urteil vom 20. Februar 1997 – VII ZR 231/95, NJW-RR 1997, 1108) nicht ohne Weiteres genügen. Das Gericht darf nicht seine eigene (vorhandene oder vermeintliche) Sachkunde an die Stelle derjenigen des gerade zwecks Aufklärung des Sachverhalts eingeschalteten Sachverständigen setzen. Da es bei der Unternehmensbewertung – richtige Ausgangsdaten vorausgesetzt – um Plausibilitäten geht, hat das Gericht auch insoweit nur eine Plausibilitätskontrolle vorzunehmen.

Zutreffend ist das Landgericht in dem angegriffenen Beschluss davon ausgegangen, dass die Unternehmensbewertung sich an der Ertragswertmethode zu orientieren hat (statt vieler Emmerich a.a.O. § 305 Rn. 52d, 54 f). Dies billigt auch BVerfG (Beschluss vom 27. April 1999 „DAT/Altana“,

a.a.O. Juris Rz 61). Maßgeblich sind die Verhältnisse zum Bewertungsstichtag. Als diesen hat das Landgericht richtig den Tag der Hauptversammlung, hier also den 25. September 2007, angesehen.

2. Für die gegen die Entscheidung des Landgerichts erhobenen Einwände im Einzelnen gilt das Folgende:

a) Unternehmensplanung

Die der Unternehmensplanung zugrunde liegenden Prognosen über die künftige Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge sind entsprechend den obigen Ausführungen daraufhin zu überprüfen, ob sie auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar sind (OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. November 2013 – 20 W 4/12, zitiert nach Juris Rz 84 und Beschluss vom 14. Oktober 2010 – 20 W 16/06, AG 2011, 49 ff Juris Rz 98 f; OLG Frankfurt, Beschluss vom 5. März 2012 – 21 W 11/11, AG 2012, 417 ff Juris Rz 22). Dies ist verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10, AG 2012, 674 ff Juris Rz 30). Erfordern die Prognosen die Anwendung betriebswirtschaftlicher Methoden, beinhaltet die Überprüfung die grundsätzliche Geeignetheit und Vertretbarkeit der gewählten Methode (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Oktober 2010, a.a.O. Juris Rz 100). Anpassungen sind dann vorzunehmen, wenn die Planungen nicht plausibel sind (OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009- 31 Wx 121/06, ZIP 2009, 2339 ff Juris Rz 12). Gemessen an diesen Maßstäben haben die Einwände der Antragstellerin zu 29. und der Antragsgegnerinnen gegen die Ausführungen des Landgerichts keinen Erfolg.

aa) Plausibilität der Planung

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat die Planungsrechnungen der Einzelgesellschaften für das Geschäftsjahr 2007/2008 und die Fortschreibung durch Indizierung bis 2011/2012 ebenso geprüft wie die Konsolidierung zur Gesamtplanung für den Konzern und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass sie plausibel sind. Anhaltspunkte für eine zu pessimistische Planung bestehen demnach nicht. Der Hinweis der Antragstellerin zu 29. auf den Anstieg der Gesamtleistung des Konzerns in den Jahren 2004 bis 2006 von 52,6 Mio. EUR auf 93,3 Mio. EUR verfängt aber auch deshalb nicht, weil dieser nicht durch eine echte Leistungssteigerung bedingt war, sondern Folge der Akquisition bzw. Übernahme der Mehrheitsanteile von vier Einzelgesellschaften. Aus solchen singulären Ereignissen in der Vergangenheit ergeben sich keine Anhaltspunkte für die Ertragskraft des Unternehmens zum Stichtag.

bb) Synergieeffekte

Die Antragsgegnerinnen wenden sich nicht gegen die Berücksichtigung von Synergieeffekten

durch den bereits zum Bewertungsstichtag bestehenden faktischen Konzern mit der
Das Landgericht hat eingehend dargestellt, dass solche unechten – d. h. zum Bewertungsstichtag bereits angelegten – Verbundvorteile zu berücksichtigen sind. Dies stimmt mit dem Grundsatz überein, dass künftige Erfolgchancen in Ansatz zu bringen sind, wenn die Voraussetzungen für ihre Nutzung am Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (BGH, Urteil vom 9. November 1998 – II ZR 190/97, BGHZ 140, 35 ff Juris Rz 12). Die Antragsgegnerinnen erheben jedoch Einwände gegen die Entscheidung des Landgerichts, das – in Übereinstimmung mit dem gerichtlich bestellten Sachverständigen, der auf der Grundlage der Methodik der den Barwert der Synergien errechnet hat – einen Sonderwert angesetzt und den Unternehmenswert um 3,466 Mio. EUR erhöht hat.

Der Senat folgt dem Landgericht, das die Vorgehensweise des gerichtlich bestellten Sachverständigen zur Berücksichtigung der aus tatsächlichen Gründen nicht näher quantifizierbaren Synergien als methodisch transparenter bezeichnet hat, während die Vorgehensweise von die zur Bewertung der Synergien den Betafaktor von 1,08 auf 1,0 absenkte, nicht der Systematik der Unternehmensbewertung nach dem allgemein anerkannten IDW S1 entspricht. Unzutreffend ist die Ansicht der Antragsgegnerinnen, ein Ansatz von Sonderwerten komme nur beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen in Betracht. Vielmehr können über Sonderwerte auch sonstige Sachverhalte berücksichtigt werden, die anderenfalls nicht oder nur unvollständig abgebildet werden können (Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/Riegger/Gayk, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rz 52 m. w. N.).

b) wachstumsbedingte Thesaurierung in der Phase II

Die Antragsgegnerinnen machen geltend, dass die Absenkung des zur nachhaltigen Wachstumsfinanzierung erforderlichen Thesaurierungsbetrages von TEUR 470 auf TEUR 3.571 nach Bereinigung des geplanten bilanziellen Eigenkapitals um den bilanziellen Wert des Goodwills durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen unzutreffend sei, weil dies zu einer stetigen Erhöhung der Kapitalrenditen und zu einer stetigen Reduzierung der bilanziellen Eigenkapitalquote führe.

Der gerichtlich bestellte Sachverständige geht ebenso wie davon aus, dass es grundsätzlich sachgerecht ist, im nachhaltigen Ergebnis zur Erhaltung der Eigenkapitalquote eine Wachstumsthesaurierung bezogen auf das geplante Eigenkapital im letzten Planjahr des Detailprognosezeitraums anzusetzen. Hiergegen bestehen keine Bedenken (vgl. dazu auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2013 – 20 W 6/10, AG 2013, 724 ff Juris Rz 181 und 236; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz 1069, 1073 f). Differenzen bestehen allerdings insoweit, als der gerichtlich bestellte Sachverständige die Wachstumsthesaurierung auf

der Grundlage des um den bilanziellen Goodwill bereinigten Eigenkapitals berechnet. Ebenso wie das Landgericht kommt der Senat zu dem Ergebnis, dass diese Vorgehensweise zutreffend ist, weil – wie der gerichtlich bestellte Sachverständige weiter dargestellt hat – auch davon ausgeht, dass das nachhaltige Wachstum von 1 % organisch ist und organisches Wachstum nicht zu einem Anstieg des bilanzierten Goodwill führt. Es ist nicht angemessen, zu lasten der außenstehenden Aktionäre Teile der Überschüsse zu verwenden, um ein in Wahrheit nicht vorhandenes Wachstum zu generieren. Die von den Antragsgegnerinnen zitierten Autoren (Pawelzik, Die Entwicklung der Konzepte zur Unternehmensbewertung bei inflations- und thesaurierungsbedingtem Wachstum, WPg 19/2010, 967; Stellbrink, Der Restwert in der Unternehmensbewertung, 2005, 253 f, Saur/Tschöpel/Wiese/Willershausen, Finanzieller Überschuss und Wachstumsabschlag im Kalkül der ewigen Rente, WPg 21/2011, 1024) befassen sich mit der Frage der Veränderung der Eigenkapitalquote bei Annahme der Vollausschüttung und mit der Wachstumsthesaurierung, nicht aber mit der Berechnung des Eigenkapitals als Ausgangsgröße.

c) Kapitalisierung

Der Kapitalisierungszinssatz ist bereits in erster Instanz umfassend erörtert worden. Zutreffend hat das Landgericht hierzu ausgeführt, dass es auch insoweit gilt, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO einen angemessenen Wert zu bestimmen. Ertragswertgutachten beruhen in weiten Teilen auf Prognosen und Annahmen. Es geht daher nicht um die Ermittlung eines mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswerts, sondern um einen objektivierten Wert, der auf der Grundlage anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden aus Sicht eines objektiv vernünftigen Dritten als angemessen gelten kann (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 ff Juris Rz 20; OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. November 2013 – 20 W 4/12, zitiert nach Juris Rz 77 ff; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11, ZIP 2012, 124 ff Juris Rz 33).

Ausgehend von diesen Grundsätzen hat das Landgericht den von angenommenen Basiszinssatz auf der Grundlage der Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen korrigiert. Die hiergegen von der Antragstellerin zu 29. und den Antragsgegnerinnen erhobenen Einwände verfangen ebenso wenig, wie Einwände gegen die Bemessung der Marktrisikoprämie mit 4,5 % und gegen den Wachstumsabschlag von 1 %.

aa) Basiszinssatz

(1) Die Rüge der Antragstellerin zu 29., der vom gerichtlich bestellten Sachverständigen ermittelte Basiszinssatz von 4,76 % vor Steuern „dürfte“ zu hoch sein, ist ohne Substanz. Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat diesen Basiszinssatz nach allgemein anerkannten

betriebswirtschaftlichen Vorgaben – wozu die Ermittlung auf der Basis von Zinsstrukturkurven nach der Svensson-Methode gehört - bestimmt.

(2) Anders als die Antragsgegnerinnen meinen, ist die Vorgehensweise des Landgerichts, die vom Durchschnittskurs eines am Tag der Hauptversammlung – dem 25. September 2007 – endenden Dreimonatszeitraums ausgeht und auf die vom entsprechenden Fachausschuss des IDW befürwortete Rundung des ermittelten Basiszinssatzes auf $\frac{1}{4}$ – Prozentpunkte verzichtet, nicht zu beanstanden.

Es entspricht den Empfehlungen des IDW, nicht auf einen Stichtagskurs abzustellen, sondern auf den Durchschnittskurs, der sich aus den Kursen dreier Monate ergibt, um kurzfristige Marktschwankungen und mögliche Schätzfehler auszugleichen. In der Frage, wann der Dreimonatszeitraum endet, hat sich noch kein allgemein anerkannter Standard herausgebildet (vgl. zum Vorstehenden Großfeld a.a.O. Rz 657; Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/Riegger/Gayk a.a.O. Rz 25). Nach Auffassung des Senats endet er im vorliegenden Fall am 25. September 2007.

Wie bereits unter B II. 1. a. E. dargestellt, stellt die der Hauptversammlung vorgelegte und vom gerichtlich bestellten Prüfer bestätigte Wertermittlung allerdings eine wesentliche Schätzungsgrundlage dar, deren Übernahme mindestens naheliegend ist, wenn deren Ergebnis und der Weg seiner Ermittlung plausibel sind. Diese Grundsätze haben nach Auffassung des Senats auch Auswirkungen auf die Bestimmung des für den Durchschnittskurs maßgeblichen Dreimonatszeitraums. Kann das Ergebnis der vorgelegten und bestätigten Wertermittlung danach übernommen werden, so gilt dies auch für die Ermittlung eines Durchschnittskurses anhand eines gewisse Zeit vor dem Stichtag endenden Dreimonatszeitraums. Denn wie die Antragsgegnerinnen zutreffend ausführen, können in die Bewertung nur die zum Zeitpunkt der Erstellung der Wertermittlung bekannten Zinsstrukturdaten einfließen. Deshalb hätte die Forderung, der Dreimonatszeitraum müsse stets am Tag der Hauptversammlung enden, zur Folge, dass jede der Hauptversammlung vorgelegte und vom gerichtlich bestellten Prüfer bestätigte Wertermittlung eine Unplausibilität enthielte, deren Vermeidung unmöglich wäre. Die Aufstellung von Maßstäben, deren Erfüllung unmöglich ist, verbietet sich aber aus rechtlichen Gründen. Anders ist es jedoch, wenn – wie hier - die vorgelegte und bestätigte Wertermittlung ohnehin erst nach einer sachverständig unterstützten gerichtlichen Überprüfung des Basiszinssatzes eine taugliche Schätzungsgrundlage darstellt. In diesem Fall ist das Gericht nicht gehindert, die Entwicklung der Zinsstrukturkurven bis zum Stichtag als neue Erkenntnis bei der Bestimmung des Basiszinssatzes zu berücksichtigen. Die vom BGH zur Bestimmung des maßgeblichen Börsenwerts als Berechnungsgrundlage für eine angemessene Abfindung entwickelten Grundsätze (BGH,

Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 „STOLLWERCK“, BGHZ 186, 229 ff) sind auf die hier zu entscheidende Problematik nicht übertragbar. Maßgebend für die Entscheidung des BGH war die Grundüberlegung, dass mit der Ankündigung der Strukturmaßnahme der Börsenkurs nicht mehr davon bestimmt wird, welche Erwartungen der Markt hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes hat, sondern von der Markterwartung an die Abfindungshöhe (BGH a.a.O. Juris Rz 10). Die Zinsstrukturdaten sind dagegen allgemeine Marktdaten, die von der konkreten Strukturmaßnahme nicht beeinflusst werden.

Hinsichtlich der vom IDW vorgeschlagenen Rundung des ermittelten Basiszinssatzes auf $\frac{1}{4}$ – Prozentpunkte hat sich in der Rechtsprechung und in der Bewertungspraxis noch kein einheitlicher Standard gebildet (vgl. Großfeld a.a.O. Rz 658; Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/Riegger/Gayk a.a.O. Rz 27; Jonas/Wieland-Blöse/Schiffarth, Basiszinssatz in der Unternehmensbewertung, FB 2005, 647, 653). Der Senat schließt sich hierzu den Ausführungen des Landgerichts an, mit denen sich die Antragsgegnerinnen nicht im Einzelnen auseinandergesetzt haben.

bb) Risikozuschlag

Ebenso wie das Landgericht hält auch der Senat den Ansatz eines allgemeinen Marktrisikozuschlags für sachgerecht (Senat, Beschluss vom 19. Mai 2011 – 2 W 154/08, NZG 2011, 1302 ff Juris Rz 26; vgl. dazu auch Rieger/Gayr, Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/SpruchG, 3. Aufl., Anh. § 11 Rz 30). Allein der Umstand, dass Risiken bereits in der Unternehmensplanung berücksichtigt werden, macht einen solchen Zuschlag nicht entbehrlich.

(1) Marktrisikoprämie

Hinsichtlich der Ableitung der Marktrisikoprämie folgt das Landgericht dem IDW S1, der das CAPM bzw. das Tax-CAPM empfiehlt. Dagegen ist nichts zu erinnern. Zur Ermittlung der Marktrisikoprämie existieren bis heute keine eindeutigen Ansätze und Ergebnisse. In dieser Situation ist es nicht zu beanstanden, wenn das Landgericht sich mit sachverständiger Unterstützung für eine in der Betriebswirtschaftslehre vertretene Methode entscheidet, auch wenn sie den in der angefochtenen Entscheidung aufgezeigten Bedenken begegnet. Die vom OLG München wegen dieser Kritikpunkte befürwortete pauschale Festlegung aufgrund von Erfahrungswerten (OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 – 31 Wx 88/06, OLGR 2008, 450 ff Juris Rz 31) ist dem CAPM bzw. dem Tax-CAPM jedenfalls ebenso wenig überlegen wie die von der Antragstellerin zu 29. unter Hinweis auf eine frühere Bewertungspraxis angeführte Zuschlagskalkulation.

Ausgehend von einer Bandbreite von Marktrisikoprämien von 4,5 % bis 5,5 % nach Steuern für Bewertungsstichtage zwischen dem 7. Juli 2007 und dem 31. Dezember 2008 – bei denen ohne Kursgewinnbesteuerung zu rechnen ist – ist der gerichtlich bestellte Sachverständige zu dem Ergebnis gelangt, dass ein Wert von 5 % nach Steuern zugrunde zu legen ist. Das Landgericht ist dem nicht gefolgt und hat die von ihm angenommene Marktrisikoprämie um 0,5 % niedriger angesetzt. Der Senat sieht keinen Anlass, die Schätzung des Landgerichts im Sinne der Einschätzung des Sachverständigen zu korrigieren.

Wie eingangs bereits dargestellt, genügt es bei der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren, wenn das Gericht zu der Überzeugung gelangt, dass eine bestimmte konkret vorgenommene Berechnung auf der Grundlage zutreffender Ausgangszahlen zu einem plausibel hergeleiteten Ergebnis führt. Auch wenn in der betriebswirtschaftlichen Literatur die Ansicht vertreten wird, in dem Zeitraum zwischen dem 7. Juli 2007 und dem 31. Dezember 2008 sei eine Marktrisikoprämie von 5 % anzusetzen (zum Vorstehenden: Hachmeister/Kühnle/Lampenius, Unternehmensbewertung in Squeeze-Out-Fällen, WPg 24/2009, 1234, 1242; Wagner/Saur/Willershausen, WPg 16/2008, Zur Anwendung der Neuerungen der Unternehmensbewertungsgrundsätze des IDW S1 i. d. F. 2008 in der Praxis, 731, 740; Zeidler/Schöniger/Tschöpel, Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform 2008 auf Unternehmensbewertungskalküle, FB 4/2008, 276, 288) und auch wenn der gerichtlich bestellte Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme ausgeführt hat, dass unter Berücksichtigung der gesamtwirtschaftlichen Lage am 25. September 2007 kein Anlass besteht, einen Wert in Bereich des unteren oder oberen Endes der von ihm dargestellten Bandbreite anzunehmen, ist das vom Landgericht auf den untersten Wert dieser Bandbreite geschätzte Ergebnis plausibel und seine Begründung tragfähig. Denn es ist – wie das Landgericht dargestellt hat – zu berücksichtigen, dass es den Anlegern aller Voraussicht nach nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen und dass mit der Einführung der Abgeltungssteuer daher tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden sind. Dass diese Einschätzung zutrifft, zeigt der Umstand, dass nach den Empfehlungen des FAUB des IDW vom 3. Dezember 2009 seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach Steuern für sachgerecht erachtet wird. Aus diesem Grund ist es noch nicht zu beanstanden, wenn das Landgericht den vom gerichtlich bestellten Sachverständigen für die Zeit vom 7. Juli 2007 bis zum 31. Dezember 2008 angenommenen Mittelwert um 0,5 % reduziert hat.

Der von angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern fehlt es dagegen an Plausibilität, weil der Wert – insbesondere auch im Hinblick auf die Einführung der

Abgeltungssteuer - nicht näher erläutert ist. Der Hinweis der Antragsgegnerinnen auf zwei Entscheidungen des OLG Frankfurt, in denen für Stichtage im August 2007 (Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11, AG 2012, 513 ff) und im November 2007 (Beschluss vom 5. März 2012 – 21 W 11/11, AG 2012, 417 ff) von Marktrisikoprämien von 5,5 % ausgegangen wird, verfängt nicht. Die Schätzung durch das OLG Frankfurt geht nämlich davon aus, dass sich das tendenzielle Absinken der Marktrisikoprämien durch die Unternehmenssteuerreform zum 1. Januar 2009 und eine tendenzielle Erhöhung der Marktrisikoprämien infolge einer am Bewertungsstichtag in Ansätzen erkennbaren Finanzkrise gegenseitig aufheben (OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011 a.a.O. Juris Rz 119). Das tendenzielle Absinken der Marktrisikoprämien durch die Unternehmenssteuerreform hat der gerichtlich bestellte Sachverständige ausweislich seiner Ausführungen zu Rz 220 f, 228 des Gutachtens aber bereits berücksichtigt, so dass der Senat bei seiner Schätzung dem Ansatz des OLG Frankfurt schon deshalb nicht zu folgen vermag. Soweit die Antragsgegnerinnen unter Bezugnahme auf die Entscheidung des OLG Frankfurt die Marktrisikoprämie von 5,5 % mit einer am Stichtag bereits erkennbaren Finanz- und Wirtschaftskrise zu begründen versuchen, hat der gerichtlich bestellte Sachverständige unter Rz 100 ff des Gutachtens dargestellt, dass zum Ende des Jahres 2007 eine Normalisierung der wirtschaftlichen Entwicklung erwartet wurde und dass zum Stichtag keine konkreten Anzeichen des im Jahr 2008 zu verzeichnenden Konjunkturreinbruchs bestanden. Die Entscheidung des Senats, in der von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % ausgegangen wird (Beschluss vom 14. Januar 2009 – 2 W 68/07, AG 2009, 199 f), ist für den vorliegenden Fall irrelevant, weil sie sich auf einen Stichtag Ende Juni 2002 bezieht.

Mit den Einwänden der Antragstellerin zu 29., die belegen sollen, dass Überrenditen von Aktien im Vergleich zu Anleihen in einer Höhe von 4 % bis 5 % nicht realistisch seien, hat sich bereits das Landgericht in der angefochtenen Entscheidung eingehend auseinandergesetzt (Umdruck Seite 40 f). Da die Antragstellerin zu 29. keine neuen Gesichtspunkte aufzeigt, nimmt der Senat hierauf Bezug.

(2) Betafaktor

In Übereinstimmung mit [] und dem gerichtlich bestellten Sachverständigen hat das Landgericht unter eingehender Begründung festgestellt, dass sich ein belastbarer eigener Betafaktor der Antragsgegnerin zu 2. nicht ermitteln lässt. In gleicher Weise hat es dargestellt, dass dem gerichtlich bestellten Sachverständigen zu folgen ist und die Ermittlung des Betafaktors anhand einer peer group durch [] zu verwerfen ist, weil sich deren Vorgehensweise außerhalb des Vertretbaren bewegt. Die Beschwerdeführer nehmen dies hin. Hiergegen ist auch nichts zu erinnern.

Die im wesentlichen auch schon in erster Instanz vorgebrachten Einwände der Antragsgegnerinnen gegen den vom Landgericht in Übereinstimmung mit dem gerichtlich bestellten Sachverständigen angenommenen unverschuldeten Betafaktor der Antragsgegnerin zu 2. in Höhe von 0,67 verfangen nicht. Der Senat hält das Ergebnis für plausibel.

Die Wahl des Referenzindex MSCI All Country World Index ist jedenfalls dann nicht zu beanstanden, wenn sich – wie hier – die peer group aus international tätigen Vergleichsunternehmen zusammensetzt (vgl. Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/Riegger/Gayek a.a.O. Rz 37). Bereits das Landgericht hat darauf hingewiesen, dass der Rückgriff von auf unterschiedliche Indizes die Vergleichbarkeit der durch Kursbewegungen indizierten Risikoeinschätzung des Marktes mindestens erschwert. Der Hinweis der Antragsgegnerin zu 2. auf die der Ermittlung der Marktrisikoprämie zugrunde liegenden Daten trägt nicht. Auch die Ermittlung der Marktrisikoprämie folgt anerkannten Grundsätzen. Es ist nicht Aufgabe des Sachverständigen oder des Gerichts neue Ansätze zu entwickeln.

Das Fehlen der Neue Sentimental AG in der peer group ist nicht zu beanstanden. Abgesehen davon, dass der gerichtlich bestellte Sachverständige auf Seite 81 seines Gutachtens dargestellt hat, dass diese Gesellschaft jedenfalls nach damaliger Ansicht der Antragsgegnerin zu 2. nicht vergleichbar war, folgt dies auch aus ihrem Geschäftsfeld, das in der Auftragsproduktion von Werbespots besteht. Die Ertragsentwicklung der Neue Sentimental AG ist abhängig von den Werbebetats der Unternehmen, während die Ertragsentwicklung der Antragsgegnerin zu 2. von der Finanzkraft der Fernsehsender, die sich auch aus Netto-Werbeinnahmen speist, abhängt.

Die Vorgehensweise in Bezug auf die Mistral AG ist ebenfalls plausibel. Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat sie als ein der Antragsgegnerin zu 2. vergleichbares Unternehmen in die short list aufgenommen (Rz 274 des Gutachtens) und erst nach weiterer Prüfung wegen unzureichender Aktienliquidität ausgeschlossen (Rz 276 des Gutachtens). Damit setzen sich die Antragsgegnerinnen nicht auseinander.

Schließlich macht die Aufnahme der Endemol N. V. den gefundenen Betafaktor nicht unplausibel. Bei der Bildung der peer group ist auf solche Unternehmen abzustellen, die hinsichtlich ihres Geschäftsmodells sowie des operativen und finanziellen Risikos vergleichbar sind (Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/Riegger/Gayek a.a.O. Rz 41). Dass die Aufnahme der Endemol N. V. in die peer group unter diesem Gesichtspunkt zu beanstanden ist, ergibt sich aus dem Vortrag der Antragsgegnerinnen nicht. Der Hinweis auf die Dauer der Börsennotierung und eine durch unternehmerische Entscheidungen beeinflusste Kursentwicklung macht die Einbeziehung der Betafaktoren dieser Gesellschaft und den schließlich für die Antragsgegnerin zu 2. ermittelten

Betafaktor nicht unplausibel. Sondereffekte, die die Prognoseeignung einzelner (Teil-)Zeiträume einschränken könnten, hat der gerichtlich bestellte Sachverständige ausweislich seiner Ausführungen zu Rz 243 des Gutachtens berücksichtigt. Vor diesem Hintergrund erklärt sich auch, dass er generell die Werte der Unternehmen der peer group nicht durchgängig für den gesamten Analysezeitraum herangezogen hat.

Der Hinweis der Antragsgegnerinnen auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen (hohe Konditions- und Preissetzungsmacht der Hauptauftraggeber sowie intensiver Wettbewerb der Produktionsfirmen; hohe Volatilität der Branche; besondere Risiken aus marktüblichen Festpreismodellen und unvermeidlichen Fixkosten der Produktionsfirmen; begrenzter Lebenszyklus der Serienformate; hohes Ausfallrisiko aufgrund erheblicher Abhängigkeit eines Serienformats von bestimmten Personen) verfährt nicht. Bereits das Landgericht hat dargestellt, dass diese Umstände bei der Bemessung des Betafaktors nur dann Berücksichtigung finden können, wenn sich ergibt, dass die Antragsgegnerin zu 2. Risiken ausgesetzt ist, die sich in der Marktbewertung nicht widerspiegeln (Umdruck Seite 45). Dies folgt aus dem Vortrag der Antragsgegnerinnen aber gerade nicht.

Die aus der ergänzenden Stellungnahme folgende Annahme des gerichtlich bestellten Sachverständigen, dass die Antragsgegnerin zu 2. aufgrund ihrer variablen Kostenstruktur auf Marktschwankungen sehr flexibel reagieren kann, wird durch den Hinweis der Antragsgegnerinnen auf das – naturgemäße und auch vom gerichtlich bestellten Sachverständigen berücksichtigte – Vorhandensein von Fixkosten nicht in Frage gestellt.

Die Bewertung der Betafaktoren von ProSiebenSat1 Media AG und Highlight Communications AG durch Finanzanalysten macht den hier gefundenen Betafaktor nicht unplausibel. Das Geschäftsfeld der ersten Gesellschaft ist demjenigen der Antragsgegnerin zu 2. nicht vergleichbar. Das Geschäftsfeld der zweiten Gesellschaft ist nicht dargestellt.

Es kann dahingestellt bleiben, ob die Argumentation der Antragsgegnerinnen, eine Übertragung der modellspezifischen Prämissen des CAPM auf real existierende Kapitalmärkte führe zu einem unverschuldeten Betafaktor des Marktes von 1,0, zutreffend ist. Selbst wenn dies so wäre, folgt allein daraus noch nicht, dass der nach anerkannten Methoden bestimmte Betafaktor der Antragsgegnerin zu 2. unplausibel ist. Gleiches gilt für einen Vergleich mit einem für Energieversorgungsunternehmen ermittelten Betafaktor von ca. 0,7.

Zum adjusted beta folgt aus der Darstellung des Landgerichts unter Bezugnahme auf die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen, dass die Existenz einer

autoregressiven Tendenz der Betafaktoren als ökonomisches Phänomen in der betriebswirtschaftlichen Lehre nicht anerkannt ist. Der Vortrag der Antragsgegnerinnen begründet hieran keine Zweifel.

cc) Wachstumsabschlag

Das Landgericht hat in Übereinstimmung mit [] und dem gerichtlich bestellten Sachverständigen den Wachstumsabschlag auf 1 % festgesetzt. Die hiergegen gerichteten Einwände der Antragstellerinnen zu 18., 19. und 29. verfangen nicht.

Der Wachstumsabschlag ist anhand einer Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zu schätzen. Eine Berechnungsweise, die zu einem exakten Wert führt, besteht nicht (Simon/Simon/Leverkus a.a.O. Rz 136 f, Kölner Kommentar/Riegger/Gayk a.a.O. Rz 45). Zutreffend hat das Landgericht unter Bezugnahme auf die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen festgestellt, dass die Inflationsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung ist. Denn entscheidend ist, inwieweit das konkrete Unternehmen von den Steigerungen betroffen ist und in welchem Umfang es ihm gelingt, die Geldentwertung auf die Kunden abzuwälzen (so auch Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/Riegger/Gayk a.a.O. Rz 45). Dies ist z. B. auf Märkten mit hohem Preiswettbewerb schwierig (Großfeld a.a.O. Rz 1059). Außerdem kommt es für die Bemessung des Wachstumsabschlags darauf an, inwieweit Mengen- und Preissteigerungen zu erwarten sind (so auch Kölner Kommentar zum Aktiengesetz/Riegger/Gayk a.a.O. Rz 45). Von diesen Grundsätzen sind sowohl [] als auch der gerichtlich bestellte Sachverständige und ihnen folgend das Landgericht ausgegangen.

Soweit die Antragstellerin zu 29. demgegenüber auf das Wachstum der Antragsgegnerin zu 2. in den Jahren bis 2006 verweist, übersieht sie zum einen bereits, dass – wie zur Plausibilität der Planung bereits ausgeführt – die Steigerung der Gesamtleistung des Konzerns in den Jahren 2004 bis 2006 auf singulären Ereignissen beruht. Sie zeigt nicht etwa Anhaltspunkte auf, die die Annahme rechtfertigen könnten, die Antragsgegnerin zu 2. habe zum Stichtag hinreichend konkrete Maßnahmen zur Fortführung einer Strategie von Unternehmenszukaufen eingeleitet. Zum anderen hat der gerichtlich bestellte Sachverständige zu Rz 295 seines Gutachtens ausgeführt, dass selbst wenn eine solche Annahme gerechtfertigt wäre, für künftige Zukäufe mangels Planbarkeit nur Kapitalwertneutralität angenommen werden könnte. Auch damit setzt sich die Antragsgegnerin zu 29. nicht auseinander.

Die Antragstellerinnen zu 18. und 19. versäumen bei ihrem Hinweis auf das projektierte Wachstum des gesamten Fernsehmarktes von 1,6 % für die Jahre 2006 bis 2011 die Auseinandersetzung mit den weiteren Feststellungen von [] und dem gerichtlich bestellten Sachverständigen, wonach

dieser Wert wegen des starken Wettbewerbs im Kerngeschäft der TV-Produktionen, der geringeren Zahl von Fernsehsendern im Vergleich zu Produktionsgesellschaften, des Übergangs einiger Sender zu Eigenproduktionen und einer Sättigung des Fernsehmarktes nicht auf das nachhaltige Wachstum der Antragsgegnerin zu 2. übertragen werden kann.

Der Hinweis der Antragstellerinnen zu 18. und 19. auf die Studie von Creutzmann (Einflussfaktoren bei der Ermittlung des Wachstumsabschlags, Bewertungspraktiker 1/2011, Seite 24, 26), aus der sich ein durchschnittliches Gewinnwachstum aller Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 in Höhe von durchschnittlich 2,4 % ergibt, trägt ebenfalls nicht. Das OLG Stuttgart hat zu Recht darauf hingewiesen, dass sie aufgrund des kurzen Erhebungszeitraums wenig aussagekräftig ist (Beschluss vom 8. Juli 2011 – 20 W 14/08, AG 2011, 795 ff Juris Rz 279). Das OLG Frankfurt hat außerdem zutreffend ausgeführt, dass derartige Studien zum Durchschnitt aller Unternehmen höchstens einen Anhaltspunkt für das konkret zu bewertende Unternehmen bieten können (Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11, NZG 2012, 1382 ff Juris Rz 114). Auch der Senat geht aus diesen Gründen davon aus, dass die Studie keinen Anlass für eine Korrektur des geschätzten Wachstumsabschlag von 1 % bietet.

Schließlich verfängt der Hinweis der Antragstellerin zu 29. auf das Verhältnis des Risikozuschlags von etwas über 3 % zum Wachstumsabschlag von 1 % nicht. Die Werte haben unterschiedliche Funktionen in der Unternehmensbewertung und werden nach unterschiedlichen Systematiken bestimmt. Der Risikozuschlag berechnet sich nach der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und quasi-sicheren öffentlichen Anleihen unter Berücksichtigung des individuellen Risikos des zu bewertenden Unternehmens. Er ist die Risikoprämie, die Anlegern gezahlt werden muss, damit sie statt in sichere Anleihen in Aktien investieren und das unternehmerische Risiko übernehmen. Der Wachstumsabschlag betrifft dagegen das nachhaltige Wachstum der Erträge des konkreten Unternehmens in der Phase II und damit nicht die Risiken, sondern die künftigen Chancen der Anlage.

e) Soweit die Antragsgegnerinnen erneut darauf verweisen, dass das Abfindungsangebot von 7,00 EUR je Stückaktie über der langjährigen Entwicklung des Börsenkurses lag und dass die Aktionäre unter den Mitgliedern des Management und des Aufsichtsrats der Antragsgegnerin zu 2. ihre Aktien zu diesem Preis veräußerten, kann auf die Ausführungen in der angefochtenen Entscheidung verwiesen werden (Umdruck Seite 56). Neue Gesichtspunkte zeigen die Antragsgegnerinnen nicht auf.

f) Das Landgericht hat die Berechnung der Ausgleichszahlung nach dem vollen Zinssatz, der für die Berechnung der Abfindung herangezogen wird, abgelehnt. Hiergegen wendet sich die Antragstellerin zu 29. mit dem Argument, dies widerspreche dem Wortlaut von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG.

Der Senat schließt sich den Ausführungen des Landgerichts auch insoweit an. Die Antragstellerin zu 29. übersieht, dass der Ausgleich im Gegensatz zur Abfindung nicht den Wert der Beteiligung insgesamt ersetzt, sondern nur die Dividende. Bei einer Ausgleichszahlung ist demgemäß nicht das volle Eigenkapitalrisiko zu berücksichtigen. Die bereits vom Landgericht dargestellte abweichende Risikostruktur (Umdruck Seite 60) fließt nach anerkannten betriebswirtschaftlichen Grundsätzen über die Bemessung des Verrentungszinssatzes nach dem Mittelwert zwischen Basiszinssatz und vollem Kapitalisierungszinssatz in die Bewertung ein (zum Vorstehenden auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49 ff Juris Rz 217, 224 f und Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08, AG 2010, 513 ff Juris Rz 323 ff m. w. N. zur obergerichtlichen Rspr.). Von diesen Grundsätzen ist das Landgericht – und dem gerichtlich bestellten Sachverständigen folgend – ausgegangen.

C.

I. Die Kostenentscheidung folgt aus § 15 Abs. 1, Abs. 2 S. 1 SpruchG. Der Senat hält es nicht für geboten, abweichend hiervon die Kosten des Beschwerdeverfahrens aus Billigkeitsgründen nach § 15 Abs. 2 S. 2 SpruchG zumindest teilweise den Antragstellern aufzuerlegen. Ihre Beschwerden waren nicht offensichtlich unbegründet, auch wenn sie im Wesentlichen allein solche Fragen betrafen, die bereits Gegenstand des erstinstanzlichen Verfahrens waren. Der Umstand, dass eine Beschwerde erfolglos geblieben ist, genügt für sich genommen nicht, um dem Beschwerdeführer die Kosten aufzuerlegen (BayObLG NZG 2003, 483).

II. Der Wert ist gem. § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG für die Beschwerdeinstanz auf den im Tenor genannten Betrag festzusetzen, da die Beschwerdeentscheidung nicht zu einer Erhöhung der Abfindung geführt hat.