

3-05 O 227/13

**LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN  
BESCHLUSS**

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der im Rahmen einer Verschmelzung nach § 62  
Abs. 5 UmwG ausgeschlossen Minderheitsaktionäre der Rücker AG

gegen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main  
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht  
und die Handelsrichter                      und  
nach mündlicher Verhandlung vom 24.2.2015  
am 24.2.2015 beschlossen:

Die Anträge werden zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der  
außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin  
zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters  
der außenstehenden Aktionäre wird auf EUR 200.000,-- festgesetzt.

Die Beschwerde wird nicht zugelassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt.

## Gründe

## I.

Die Rücker AG hatte im Jahre 2013 ein Grundkapital von EUR 8.379.194 war in 8.379.194 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt.

Die Rücker AG hatte ihren Sitz in Wiesbaden und war im Handelsregister des Amtsgerichts Wiesbaden unter HRB 11178 eingetragen. Das Geschäftsjahr der Rücker AG war das Kalenderjahr.

Gegenstand des Unternehmens war gemäß § 2 Ziffer 1 der Satzung die Verwaltung des eigenen Vermögens, insbesondere die Verwaltung noch zu erwerbender Beteiligungen sowie die Tätigkeit als geschäftsleitende Holdinggesellschaft.

Seit 2000 wurden die Aktien der Rücker AG an der Börse gehandelt, zuletzt im regulierten Markt (Prime Standard) der Frankfurter Wertpapierbörse und im Xetra Handelssystem sowie im Freiverkehr der Börsen Stuttgart, München, Hamburg, Düsseldorf und Berlin.

Die Rücker-Gruppe erbrachte Ingenieurleistungen für die Automobil- und Luftfahrtindustrie im In- und Ausland. Die geschäftlichen Aktivitäten umfassten Design- und Konstruktionsaufgaben und reichen von der Beratung und Planung eines Projektes über die Entwicklung bis zur Serienreife. Dies umfasste eine Prozesskette, die durch Computer-Technologie mathematisch gestützt war und die die Simulation, Animation und das virtuelle Design umfassten. Für Hersteller der Automobilbranche wurden virtuelle Entwicklungsdienstleistungen in den Bereichen Karosserie, Innenausstattung und Elektrik/Elektronik erbracht. Das Leistungsspektrum für den Luftfahrtsektor umfasste insbesondere das Styling von Flugzeugkabinen, die Konzeptentwicklung und Erstellung von Modellen und Prototypen und die Berechnung und Konstruktion von Rumpf- und Flügelstrukturen.

Am 23.8. 2012 hatte die Antragsgegnerin, damals noch firmierend als  
ein freiwilliges Übernahmeangebot für die Aktionäre der Rücker AG, zum einem Preis von EUR 16,- abgegeben. Im Rahmen dieses Übernahmeangebots hatte die Antragsgegnerin 89,71 % der Aktien der Rücker AG erworben.

Nachdem die Antragsgegnerin ihren Anteil auf 90,04 % (=7.544.781) Aktien aufgestockt hatte, teilte sie mit Schreiben vom 3.5.2013 an den Vorstand der Rücker AG mit, dass sie eine Verschmelzung mit dieser beabsichtige in dessen Zusammenhang auch ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre erfolgen solle, was auch an diesem Tag den Kapitalmärkten kommuniziert wurde.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin die  
(im folgenden ) mit einem  
Bewertungsgutachten, die eine Abfindung aufgrund des gewichteten Börsenkurses von EUR 16,23 ermittelte, da dieser höher als die Abfindung nach dem Ertragswert in Höhe von EUR 12,46 sei. Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte Übertragungsbericht verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hatte das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 13.5.2013 (im Folgenden Prüferin) zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In ihren Prüfbericht vom 28.6.2013 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 16,23 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 28.6.2013 verwiesen.

Der Verschmelzungsvertrag durch Aufnahme der Rücker AG in  
i wurde am 28.6.2013 notariell beurkundet. In der Hauptversammlung der Rücker AG vom 23.8.2013 wurde der Beschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Abfindung in Höhe von EUR 16,23 gefasst.

Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 22.10.2013 mit der Maßgabe, dass dieser erst mit der Eintragung der Verschmelzung wirksam werde, welche am 29.10.2013 erfolgte. Zu diesem Zeitpunkt wurden 834.413 Aktien der Rücker AG nicht von der Antragsgegnerin gehalten

Nach der Verschmelzung firmierte die Antragsgegnerin in mit  
Sitz in Wiesbaden um.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag je

Aktie von EUR 16,23 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG i.V.m. § 62 UmwG.

Sie halten die Festsetzung auf EUR 16,23 für unangemessen. Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 2,25 % und die Marktrisiko­prämie nach Steuern von 5,5 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten Beta-Faktor von 1 für unzutreffend; das eigene Beta hätte verwendet werden können. Die Zusammensetzung der peer-group sei nicht sachgerecht. Der Wachstumsabschlag von 1 % sei zu niedrig.

Gegenüber der zugrunde liegenden Planung beanstanden sie, dass diese zu pessimistisch sein, die angesetzte Wachstumsrate sei – auch im Hinblick auf die Vergangenheit – zu niedrig; jedenfalls sei ein Zeitraum von 3 Jahren für die konkrete Planungsphase zu kurz bemessen. Die angenommene Wachstumsrate korrespondiere nicht mit den angekündigten Einstellung von neuen Mitarbeitern. Synergien seien zu Unrecht nicht berücksichtigt worden. Ein Klumpenrisiko sei zu Unrecht angenommen worden. Die angenommenen Ausschüttungsquoten seien nicht angemessen. Thesaurierung Beiträge in der Detail-Planungsphase seien in die Phase der ewigen Rente verlagert worden. Eine erforderliche Wachstumsthesaurierung werde bestritten. Die angenommene Thesaurierung in der Phase II mit 50 % sei nicht sachgerecht. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei nicht ordnungsgemäß berücksichtigt worden. Die Annahmen zur Besteuerung der Anleger seien nicht sachgerecht. Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragschriften, der Stellungnahme des Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 12.8.2014 (Bl. 633 ff d. A.) sowie der ergänzenden Schriftsätze der Antragsteller Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist diesen Bewertungs­rügen entgegen getreten. Die Abfindung sei zutreffend zum Börsenkurs erfolgt, da der ermittelte Ertragswert zum Stichtag darunter gelegen habe. Bei dem Börsenkurs sei zutreffend auf den gewichteten 3-monatigen Durchschnittskurs vor dem Zeitpunkt der Bekanntgabe am 3.5.2013 abgestellt worden. Es seien die Ertragsprognosen ebenso wenig zu beanstanden wie die Ansätze zum Kapitalisierungszinssatz. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antrags­erwiderung vom 8.5.2014 (Bl. 566 ff d. A.) sowie den ergänzenden Schriftsatz vom 26.9.2014 (Bl. 673 ff d. A.) Bezug genommen.

## II.

Die Anträge sind nicht begründet.

Eine Erhöhung der beschlossenen Barabfindung von EUR 16,23 ist nicht vorzunehmen.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen würden, haben nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (BVerfG, ZIP 2007, 1261; BGH, ZIP 2005, 2107 OLG Stuttgart Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08 – BeckRS 2011, 18552 m.w.Nachw.). Das Gericht hat aber nach § 327f Satz 2 AktG nur dann eine (neue) angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung unangemessen ist.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -.; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht

einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2010, 274). Dabei ist zu bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so Lochner AG 2011, 692, 693 f.) nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert – nach der hier von einigen Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode – gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen – auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschl v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -) – von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung letztlich dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ist nämlich die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einem gerichtlich bestellten Prüfer untersuchte Werthemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem angemessenen, d.h. zugleich nicht allein richtigen Ausgleich führen (ähnlich BVerfG Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -; KG WM 2011, 1705).

Solange allerdings sowohl das der Abfindung zugrunde gelegte Ergebnis der Wertermittlung als auch die Einzelschritte auf dem Weg dorthin nachvollziehbar und plausibel sind, ist es zumindest naheliegend, wenn nicht gar geboten, die jeweils für sich gesehen vertretbaren Methoden und Einzelwerte aus der vorgelegten Unternehmensbewertung für die eigene Schätzung des Gerichts als Grundlage nutzbar zu machen und nicht durch andere, gleichfalls nur vertretbare Annahmen, Prognosen und wertende Ergebnisse zu ersetzen.

Jedoch ist die gerichtliche Überprüfung stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts. Dies beinhaltet aber ggf. auch eine abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses oder anderer Methoden. Insoweit ist die gerichtliche Überprüfung nämlich stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 –). Dabei ist nicht der höchst mögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – mwN).

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind nämlich die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge durch das Gericht nur eingeschränkt überprüfbar.

Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Frankfurt, Beschl. v. 18.12.2014, - 21 W 34/12 -; OLG Stuttgart, Beschluss v. 13.3.2010 - 20 W 9/08 -; AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).

Zu berücksichtigen ist zudem weiter bei der Bewertung, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschlüsse v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 - ZIP 2009, 1322 - und 25.11.2014 -3-05 O 43/13 -) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung - wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach

Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen.

Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es daher nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Prüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht im Vorfeld der Maßnahme bestellten Prüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Übertragungsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung ist Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes. Das Gutachten des Abfindungsprüfers kann deshalb im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden (OLG Düsseldorf, NZG 2000, 1079 = BB 2000, 1108). Im Übrigen haftet der Abfindungsprüfer nach § 327c Abs. 3 i. V. m. § 293d Abs. 2 AktG auch gegenüber den Anteilsinhabern. Dass seine Prüfung regelmäßig gleichzeitig mit dem Erstellen des Übertragungsberichts erfolgt, ändert nichts daran, dass es sich um eine unabhängige Prüfung handelt und begründet für sich genommen auch keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München, Beschluss vom 19. 10. 2006 - 31 Wx 92/05 – NJOZ 2007, 340; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 = ZIP 2003, 2363; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288).

Der Untersuchungsgrundsatz (§§ 26 ff FamFG) gebietet es vorliegend nicht ein Sachverständigengutachten zum Unternehmens- und Anteilswert auf den Stichtag 23.8.2013 erstellen zu lassen. Bei der pflichtgemäßen Ermessensausübung ist auch der Gesichtspunkt der Wirtschaftlichkeit zu berücksichtigen; im vorliegenden Fall ist nicht ersichtlich, dass der damit verbundene Aufwand ein entsprechendes Mehr an Zuverlässigkeit der Aussage des Sachverständigen geschaffen hätte.

Das Gericht sieht keinen weiteren Erkenntnisgewinn darin, wenn die von einigen Antragstellern und vom Vertreter der außenstehenden Aktionäre gewünschte Neubegutachtung der Rücker AG (ggf. anhand des Ertragswertes) durchgeführt würde

Die Kammer hält es bei der gegebenen Sachlage es vorliegend für sachgerecht, die Angemessenheit der Abfindung an der marktorientierten Wertermittlung anhand von Börsenwerten zu orientieren.

Im Hinblick auf die Ungenauigkeit eines (Schätz)Werts nach der Ertragswertmethode, kann nicht festgestellt werden, dass durch eine (weitere) Ermittlung des Ertragswertes mittels eines von Gericht einzuholenden Sachverständigengutachtens, wie es die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre begehren, eine bessere Erkenntnisquelle als der hier verwendete Börsenkurs für die Frage der Angemessenheit der Abfindung vorliegen würde, zumal dieser grundsätzlich eine der fundamentalanalytischen Bewertung gleichwertige Erkenntnisquelle für die Frage der Angemessenheit der Abfindung darstellt.

Der Sachverständige müsste selbst die Planung vornehmen und ein Ergebnis herleiten. Angesichts der Gesamtumstände hält die Kammer hier im konkreten Fall die bislang vom Bewertungsgutachter und Prüferin zugrunde gelegte Ertragswertmethode nicht für geeignet, zu einer angemessen – nicht der höchst möglichen – Abfindung zu gelangen.

Gerade das vorliegende Verfahren zeigt, dass eine fundamentalanalytische Ermittlung anhand der Ertragswertmethode unter bestimmten Umständen gegenüber der marktorientierten Ermittlung nicht vorzugswürdig ist.

Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge des Unternehmens zu schätzen und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen sowie um Sonderwerte zu ergänzen.

Zu der Problematik der Verwendung der Ertragswertmethode bei der Ermittlung eines Unternehmenswertes hat die Kammer bereits in ihren Beschlüssen vom 13.03.2009 - 3-5 O 57/06 – (BeckRS 2009, 08422; zustimmend Welf Müller, Festschrift f. G. H. Roth, S. 517, 518) und 27.1.2012 – 3-05 O 102/05 -, 25.11.2014 – 3-05 O 43/13 - ausgeführt:  
*„Die Ertragswertmethode gibt zwar ein (komplexes) mathematisches Modell vor, doch wird hier angesichts der der Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den einzelnen Abzinsungsparametern mit einer Scheingenauigkeit gearbeitet, die sie gegenüber der kapitalmarktorientierten Ermittlung des Wertes eines Unternehmens(anteils) nicht überlegen macht.*

*Die erste Ungenauigkeit liegt zunächst darin, dass in der Regel die Prognosen künftiger Erträge ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind. Diese Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen;*

sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, kann diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 – 3-05 O 174/04 m. w. Nachw.). Problematisch ist dabei auch, inwieweit letztlich im Spruchverfahren überhaupt die tatsächliche Entwicklung nach dem Stichtag zur Frage der Plausibilität der Planung herangezogen werden kann (vgl. BayObLG AG 2002, 390; LG Dortmund AG 1998, 142, Großfeld a.a.O. S. 77).

Bei der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren wird weiter überwiegend auf einen vom IDW- einer privaten Organisation der Wirtschaftsprüfer, dort der Facharbeitskreis Unternehmensbewertung (FAUB, früher AKU) - entwickelten Standard Bezug genommen. Selbst wenn man die Bedenken dagegen hinten anstehen lässt, dass trotz der kritischen Diskussion in der Betriebswirtschaftslehre diese Organisation festlegt, was der aktuelle Standard der zutreffenden Unternehmensbewertung sein soll, wurde dieser Standard (IDW S 1) in den letzten Jahre doch mehrfach abgeändert (S1 2000, S1 Oktober 2005, S1 April 2008) wobei jeweils zuvor Entwürfe vorgestellt wurden, die in Fachkreisen diskutiert wurden, was teilweise zu Änderungen in den endgültig verabschiedeten Standards geführt hat. Hier stellt sich in allen Fällen die Frage, inwieweit eine Änderung des Standards, die nach dem Stichtag der Bewertung erfolgte, im späteren gerichtlichen Verfahren Anwendung finden soll. Die Gerichte haben die Frage bisher unterschiedlich beantwortet, eine einheitliche Linie fehlt (vgl. hierzu OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116; OLG Karlsruhe Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02 - BeckRS 2008 18939 jew. m. w. Nachw.) Auch die Literatur ist hier gespalten (vgl. hierzu Bungert WPg 2008, 811; Hüttemann WPg 2008, 822; Wagner/Saur/Willershausen WPg 2008, 731, Großfeld a.a.O. S. 49 ff. jeweils mit weiteren Nachweisen zur Rechtsprechung und Literatur). In vielen Fällen führt aber die Anwendung der verschiedenen Standards bei gleichem prognostiziertem Ertrag zu nicht unbeträchtlich unterschiedlichen Unternehmens- und Anteilswerten. Wenn die Frage der Anwendung eines bestimmten Standards auch letztlich eine Rechtsfrage ist, die von den Gerichten zu beantworten ist, zeigt dies dennoch, dass hier eine gewisse Beliebigkeit der Bewertung innewohnt.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist auch die Frage, ob mit oder ohne persönliche Ertragsteuern zu rechnen ist, im Streit (vgl. hierzu OLG Stuttgart Beschluss vom

19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245 jew. m.w.Nachw.). Zwar wird nach allen Standards IDW S 1 bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die sogenannte Nachsteuerbetrachtung vorgenommen, d.h. persönliche Ertragsteuern werden berücksichtigt, doch ist dies in der Literatur und neuere Rechtsprechung nicht unumstritten (vgl. Jonas WPG 2008, 826; Großfeld a.a.O. S. 109 ff), zumal es sich bei der Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern um eine weitgehend nur in Deutschland verwandten Methode handelt, während ansonsten im internationalen Bereich dies weit überwiegend nicht berücksichtigt wird (vgl. Nicklas „Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung“, Diss. Chemnitz 2008, S. 96 ff; Barthel DSiR 2007, 83 jew. m.w.Nachw.). Selbst wenn man die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern aufgrund der besonderen deutschen Verhältnisse für grundsätzlich angemessen halten würde, ist jedoch fraglich, ob der aufgrund einer über 10 Jahre alten Ermittlungen, deren Empirie unklar ist (vgl. Großfeld a.a.O. S. 113 m.w.Nachw.), angesetzten pauschalierten Steuersatz von 35% (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss 13.11..2007 – 3-05 O 174/04 – BeckRS 2088, 19899; WP-Handbuch 2008 Bd. II S. 69 ff) vom überhaupt noch der steuerlichen Wirklichkeit entspricht, nachdem in diesem Zeitraum mehrfach sich die Steuersätze und die Besteuerungsansätze von Erträgen aus gesellschaftlichen Kapitalbeteiligungen geändert haben (Anrechnungsverfahren, Halbeinkünfteverfahren, Anrechnungsteuer mit Besteuerung von Kursgewinnen in allen Fällen - hierzu auch OLG Stuttgart Beschluss vom 19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Wegener DSiR 2008, 935; Zeidler/Schöniger/Tschöpel FB 2008, 276; jew. m.w.Nachw.).

Noch problematischer sind die Fragen zur Kapitalisierung (hierzu ausführlich: Munkert, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung; Großfeld a.a.O. S. 145 ff),

...  
Daneben sind weiter alle Parameter des Zinssatzes problematisch und in der betriebswirtschaftlichen Literatur im Streit (vgl. hierzu Reuter AG 2007, 1; Jonas WPG 2007, 835; Widmann/Schleszl/Jeromin FB 2003, 800 jew. m. w. Nachw.).

Am einfachsten verhält es sich noch mit dem sog. Basiszins, der nach der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer - AKU - (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005, S. 9 ff.; kritisch hierzu: Obermaier FB 2008, 493; Reese/Wiese

ZBB 2007, 38) und der in der in der Rechtsprechung häufig akzeptierten, aber letztlich nicht einhellig angenommenen Methode (vgl. hierzu OLG Stuttgart AG 2007, 128 m.w.Nachw.; Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O 153/04- AG 2007, 42; Großfeld a.a.O. S. 160) mittels täglich veröffentlichte Daten der Bundesbank zur Zinsstrukturkurve ermittelt werden soll (kritisch hierzu: Knoll WiSt 2006, 525 m.w.Nachw.). Abgesehen davon, dass schon fraglich ist, inwieweit die hierbei gemachte theoretische Annahme einer abschätzbaren Zinsstruktur auf die weite Zukunft möglich ist, bleibt jedenfalls unklar, ob nur die Daten des konkreten Stichtags anzusetzen sind, oder einer Durchschnittsbildung über eines gewissen Zeitraums vorher sachgerecht wäre (vgl. hierzu auch Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243) woher hier nach den Beobachtungen der Kammer in Gutachten und Prüfberichten (überwiegend ohne Offenlegung) drei Monatsdatensätze, teilweise 90 Tagesdaten angesetzt werden, teilweise aber auch nur bis zu 74 Datensätze, da die Bundesbank an Samstagen und Sonntagen keine Daten veröffentlicht. Allein diese Diskrepanz hat schon in Verfahren vor der Kammer zu Abweichungen von bis zu 0,2 % geführt, was ggf. auch Auswirkungen auf die dann entsprechend der Empfehlung der AKU (jetzt FAUB, IDW Fachnachrichten 2006, 581) vorzunehmenden Rundungen (zur Problematik: Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O 153/04 - AG 2007, 42; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243) hat und zu nicht unerheblichen Änderungen des Abzinsungsfaktors führt.

Am problematischsten und am umstrittensten ist die Ermittlung des sog. Risikozuschlags, der sich nach den Standards S1 aus der sog. Markttriskoprämie und einem unternehmensindividuellen sog. Beta-Faktor ergeben soll (CAPM bzw. Tax-CAPM)

Bei der Ermittlung der Markttriskoprämie wird versucht, aus den Verhältnissen am Aktienmarkt die von den Anlegern geforderte Überrendite gegenüber sicheren Gläubigerpapieren abzuleiten, betrachtet also im Marktprozess realisierte Bewertungsergebnisse ohne Rekurs auf individuelle Risikopräferenzen (vgl. Stehle WPg 2004, 906).

Groß und in gewisser Weise beliebig ist die Zahl der dabei auftretenden Freiräume. Zunächst kann diese Prämie auf der Basis historischer Kurse oder aktueller Markterwartungen ermittelt werden. In der vorwiegend angewandten ersten Alternative kann es über die Festlegung eines bestimmten Untersuchungszeitraums und der

vergleichenen Indizes, der (Nicht)Berücksichtigung von Performancekomponenten und steuerlichen Aspekten sowie die Frage der Methode rechnerische Mittelung (arithmetisch oder geometrisch) zu erheblichen Unterschieden in der ermittelten Prämie kommen (vgl. z.B. OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 117; Knoll DStR 2007, 1053; ders. ZSteu 2006, 463; Großfeld a.a.O.: S. 173 ff/jew. mit weiteren Nachw. zum Streitstand).

Einzelne Gerichte haben daher einen pauschalen Zuschlag (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 159; OLG München AG 2007, 411; AG 2008, 37; LG Dortmund AG 2007, 792) für angemessen erachtet, während die Kammer – jedenfalls in Fällen der Ermittlung der Abfindung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327a AktG – hier den Risikozuschlag mit einer Modifizierung des sog. dividend discount models – zu erfassen versucht hat (vgl. z.B. Kammerbeschlüsse vom 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; v. 13.6.2006- 3-05 O 110/04 – NZG 2006, 868-). Dabei ist sich die Kammer bewusst, dass sie herbei selbst auf Kapitalmarktaten abstellt, was in gewisse Weise den Anschein eines Zirkelschlusses erweckt (näher hierzu Kammerbeschluss v. 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; zur Kritik z.B. Wp-Handbuch 2008 Bd. II S. 171 f; vgl. grundsätzlich hierzu auch Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2.Aufl.S. 101 f; Großfeld a.a.O. S. 262 f).

Für die Marktrisikoprämie gelangen daher die zahlreich vorliegenden Studien zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Diese hängen – abgesehen von dem untersuchten Wirtschaftsraum – unter anderem davon ab, welcher Zeitraum für den Renditevergleich gewählt und auf welche Art der Mittelwert gebildet wird (vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2.Aufl., S. 95 ff/m. w. Nachw.). Es ergibt sich ein „vielfältiges Bild“ und eine beträchtliche Streubreite der ermittelten Marktrisikoprämien (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 254 - 7 Studien, MRP 2,66%-8,2%; Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 97-12 Studien, MRP 1,2%-10,4%). Den Zweifeln daran, ob die in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien auch in Zukunft erzielt werden können, soll durch einen (nicht näher begründeten) pauschalen Abschlag von 1-1,5% von der Nach-Steuer-Risikoprämie Rechnung getragen werden (vgl. Drukarczyk/Schüler S. 257). Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (FAUB/AKU) hat zunächst eine Marktrisikoprämie von 4%-6% (vor Steuern) empfohlen. Nunmehr sieht er eine Marktrisikoprämie vor Steuern von 4%-5% als sachgerecht an, die für Bewertungsstichtage nach dem 31.12.2004 herangezogen werden soll (vgl.

*Drukarczyk/Schüler S. 257; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005/ 1019); Ballwieser/Kruschwitz/Löffler WPg 2007, 765/768).*

*Dem weiteren Element des Risikozuschlags, dem Beta-Faktor kommt ebenfalls eine erhebliche Hebelwirkung zu (vgl. OLG Düsseldorf Beschluss vom 07.05.2008 - 26 W 16/06 AktE - BeckRS 2008 17151), da mit ihm die angenommene Marktrisiko­prämie multipliziert wird. Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1 (Großfeld, a.a.O. S. 210 ff.). Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen, dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem Index, so liegt der Betafaktor über 1.*

*Hier sind die Beliebigkeiten noch deutlicher, insbesondere bei faktischen und Vertragskonzernen (vgl. hierzu Brühle/Erhardt/Nowak ZfB 2008, 455).*

*Auch die Ermittlung des Beta-Faktors unterliegt, wie gerade der vorliegende Fall zeigt, beträchtlichen Ermessensspielräumen (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212; Großfeld/Stöver BB 2004, 2799). Denn er kann insbesondere durch die Wahl der Messperiode (z. B. 250 Tage, 52 Wochen, 60 Monate), des Intervalls zur Bestimmung der Rendite (Tages-, Wochen- oder Monatsrendite) und des Vergleichsindex in erheblichem Maße beeinflusst werden.*

...

*Für die verschiedenen Erhebungszeiträume können jeweils durchaus nachvollziehbare sachliche Gründe angeführt werden, obwohl es nach Kenntnis der Kammer keine wissenschaftlichen Studien über die Angemessenheit des Zeitraums verfügbar sind. Für den bei der Bewertung herangezogenen längeren Zeitraum von 30.4.2000 bis 30.9.2004 könnte sprechen, dass durch umfangreicheres Datenmaterial stabilere Werte ermittelt werden können.*

*Die geschilderten Betafaktoren sind jedoch Vergangenheit. Die Unternehmensbewertung zielt aber auf Zukunft; das gilt ebenfalls für den Betafaktor. Daher zählen an sich die künftige Marktrendite und die künftigen Volatilitäten, was für einen kürzeren Beobachtungszeitraum sprechen könnte (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212 ff).*

*Durch seine Entscheidung, welche Ausgangsdaten er für die Ermittlung des Beta-Faktors im konkreten Fall für sachgerecht erachtet, nimmt der Bewerter folglich zugleich Einfluss auf das Ergebnis, so dass letztlich auch hier die Bestimmung des Risikozuschlags von seinem sachverständigen (beliebigen) Ermessen abhängt. (vgl. OLG München Beschluss vom 02.04.2008 - 31 Wx 85/06 - BeckRS 2008 11182; Großfeld a.a.O. S. 219).*

*Auch die Annahme und die Größe eines sog. Wachstumsabschlags sind nicht unumstritten (vgl. Großfeld a.a.O. S. 267 ff; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245; Hansen/Knoll ZSteu 2005, 256; Knoll/Sedlacek ZSteu 2008, 135 m. WP Handbuch 2008 Bd. II S. 75 ff, 113 ff jew. m.w.Nachw.).*

*Der Wachstumsabschlag (vgl. dazu BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BayObLG NZG 2006, 156, 159; 68; Riegger, KölnKomm, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 23; Großfeld a.a.O. S. 267) hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung im Ausgangspunkt gleich bleibend aus dem letzten Planjahr abgeleitet werden). Mit dem Abschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen besser aufgefangen werden kann als bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 118), wobei sich die Frage stellt, ob ein Abschlag unterhalb der Inflationsrate angebracht sein kann (vgl. hierzu Schüler, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008). Neuerdings wird aber die Annahme eines Wachstumsabschlags bei Wertbeitrag aus Thesaurierungen in Abrede gestellt (Schöniger, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008).“*

An diesem Befund hat sich seitdem nichts Wesentliches geändert.

Angesichts der Zahlen der Vergangenheit und den Feststellungen des sachverständigen Prüfers hierzu ist eine hinreichende Plausibilität der Planung nicht auszuschließen.

Problematisch erweisen sich jedoch die Parametern, die vorliegend zur Ermittlung des Risikozuschlags verwendet wurden. Es ist fraglich, ob allein der Hinweis auf die Finanzkrise und den damit einhergehenden Verfall des Zinssatzes beim Basiszins es rechtfertigt, wie es der FAUB mit seiner Empfehlung vom 19.9. 2012 getan hat, und dem die Bewertungsgutachterin und die Prüferin hier gefolgt sind, die Marktrisikoprämie nach Steuern um 1% anzuheben. Zwar mögen aktuelle Befunde dies stützen (vgl. Wagner et al. WpG 2013, 950), doch stützt sich diese Beobachtung nur auf einen kurzen Zeitraum seit Beginn der Finanzkrise. Angesichts dessen, dass der früheren Empfehlung für eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern die Studie von Stehle zugrunde lag, die einen sehr langen Zeitraum erfasste, ist doch fraglich ob eine kurzfristige Beobachtung eines Krisenszenarios eine Änderung rechtfertigt, zumal es im Rahmen von Unternehmensbewertung im Ertragswertverfahren bei gesetzlichen Strukturmaßnahmen um die Abzinsung einer von den betroffenen Aktionären an sich zustehenden Rendite für die Zukunft geht und regelmäßig hier von einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen wird.

Zur Untersuchung der historischen Marktrisikoprämie existiert eine Vielzahl wissenschaftlicher Studien. Die für den deutschen Markt wohl bekannteste Studie und gleichzeitig eine in Bezug auf den Untersuchungszeitraum der umfangreichsten stammt von Prof. Stehle, der den Zeitraum 1955-2003 analysiert hat. Generell ergeben sich bei der Ableitung künftiger Risikoprämien auf der Basis historischer Risikoprämien Schätzprobleme, da das Marktportfolio und der risikofreie Basiszins durch Indizes (z.B. DAX, CDAX, REX-P) oder einen beobachtbaren Zins (z.B. Rendite von Bundesanleihen) nur angenähert werden können. Ein Kritikpunkt an der Stehle-Studie ist, dass die von ihm ermittelte Marktrisikoprämie tendenziell überschätzt wird, da der REX-P Wertpapiere mit einer durchschnittlichen Laufzeit von lediglich rd. 6 Jahren enthält. Dennoch liefert die Stehle-Studie im Ergebnis rechnerisch nachprüfbare Resultate, da das der Untersuchung zugrunde liegende Datenmaterial verfügbar ist und wurde überwiegend von den Gerichten in der Vergangenheit auch zur Schätzung der Marktrisikoprämie für heranziehbar gehalten.

Es stellt sich die Frage, ob vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise überhaupt eine neue Marktrisikoprämie zu ermitteln ist. Die von Stehle untersuchte Zeitspanne von 1955-2003, die Grundlage für die Ermittlung der Marktrisikoprämie i.H.v. 4-5 % vor persönlichen Steuern ist, umfasst mehrere volkswirtschaftliche Zyklen, d.h. sowohl Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs als auch Krisenphasen. Unter der Prämisse, dass

die Finanzmarktkrise nur einen vergleichsweise kurzfristigen wirtschaftlichen Abschwung darstellt, müsste diese bereits in die Marktrisikoprämie eingepreist sein. Die Marktrisikoprämie i.H.v. 4-5 nach persönlichen Steuern wäre nur dann zu hinterfragen, wenn es sich um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handeln sollte.

Ein Nachvollzug der Erhöhung der Marktrisikoprämie um ein 1 % nicht möglich. Das der Anpassung zugrunde liegende Datenmaterial oder eine Arithmetik zur Überleitung der alten zur neuen Empfehlung hat der FAUB nicht veröffentlicht oder in anderer Weise transparent gemacht.

Angesichts der Zins- und Börsenindexentwicklung seitdem spricht eher manches eher dafür, dass im Hinblick auf die geringen Zinsen bei Anleihen niedrige Risikoprämien bei Anlagen im Aktienmarkt akzeptiert werden, um überhaupt eine Rendite am Kapitalmarkt erzielen zu können.

Würde man es daher bei der bislang von der Kammer und anderen Gerichten noch als angebrachten Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern belassen, führte dies unabhängig von Änderung sonstiger Parameter der Bewertung zu einer Abfindung von 14,44 je Aktie. Nimmt man hinzu, dass auch die hier vorgenommene Verwendung von überwiegend ausländischen Unternehmen – die jedenfalls anderen Bilanzierungsvorschriften unterliegen, was auch Auswirkungen auf den Verschuldungsgrad und den Beta-Faktor hat und der verwendete Beobachtungszeitraum von 5 Jahren angesichts einer Bewertung für die Zukunft nicht unproblematisch ist, wird deutlich, dass auch das Ertragswertverfahren nicht zwingend zu der „richtigen“ Abfindung führt, zumal bei weiten nicht ersichtlich ist, ob durch die Verwendung anderer Parameter, die tatsächlich angebotene Abfindung von EUR 16,23 aufgrund des Börsenkurses überschritten würde.

Die frühere Rechtsprechung des BGH, nach der Börsenkurse zu stark von „spekulativen Einflüssen und sonstigen nicht wertbezogenen Faktoren wie politischen Ereignissen, Gerüchten, Informationen und psychologischen Momenten“ abhängig seien, um zuverlässige Aussagen über den wahren Wert des Unternehmens zuzulassen (vgl. BGH NJW 1967, 1464) ist durch die verfassungsgerichtliche Rechtsprechung (BVerfG NZG 2011, 86) und die Rechtsprechung des BGH (BGH AG 2001, 417 ff) überholt. „Spekulative Einflüsse“ – auch nachteilige - gehen auch in die Ermittlung des Werts der Beteiligung nach der Ertragswertmethode ein, bei der der Unternehmenswert letztlich auch nur unter Einbeziehung der in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen

und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung des jeweiligen Unternehmens und seiner Erträge vom Sachverständigen geschätzt werden kann. Viel spricht dafür, Börsenkursen insoweit tendenziell sogar eine größere Aussagekraft für den „wahren Wert“ des Unternehmens zuzugestehen, sind sie doch Ergebnis eines tatsächlichen Preisbildungsprozesses am Markt, der auf einer Vielzahl realer Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Anleger beruht. Bei der Beurteilung der Ertragslage eines Unternehmens werden sich die Anleger bzw. die Analysten der Banken an den allgemein zugänglichen Unternehmensdaten orientieren. Dass die Summe der hier getroffenen Entscheidungen von vornherein weniger Aussagekraft zukommt als die Bewertung eines Gutachters, lässt sich nicht annehmen (vgl. KG 2007, 71; Kammerbeschluss vom 13.3.2009 3-05 O 57/06 – a.a.O.; Kammerbeschluss vom 27.1.2012 – 3-05 O 102/05 -; OLG Frankfurt am Main Beschl. v. 3.9.2010 – 5 W 57/09 – NZG 2010, 1141; Tonner a.a.O. S. 1589; Luttermann NZG 2997, 611, 616 f; ders. ZIP 2001, 869; Hüttemann ZGR 2003, 454, 468; Weiler/Meyer NZG 2003, 669, 670).

Der Börsenwert gibt ebenso wie der Ertragswert oder andere in fundamentalanalytischen Verfahren ermittelte Werte den Wert des Unternehmens an. Der Ertragswert ist im Verhältnis zum Börsenwert nicht der richtigere oder „wahre“ Wert, sondern lediglich ein mithilfe anderer Methoden gefundener Wert.

Der in einem fundamentalanalytischen Verfahren ermittelte Unternehmenswert stellt zudem den - lediglich theoretischen - Wert dar, wie er bei einem Verkauf des Unternehmens als Einheit erzielt werden könnte (vgl. BGH, WM 1984, 1506; OLG Stuttgart a.a.O.; Hüttemann, ZGR 2001, 454, 466). Während der Aktionär grundsätzlich einen Börsenkurs realisieren kann, wenn er sich zu einer Deinvestition entscheidet, kann er nicht darauf vertrauen, einen über dem Börsenwert liegenden, seinem Anteil am Unternehmen entsprechenden Teil des für das Unternehmen als Wirtschaftseinheit theoretisch errechneten Werts zu Erlösen. Dies gilt nicht nur deshalb, weil der letztgenannte Wert jeweils im Einzelfall aufwändig zu ermitteln ist, sondern auch deshalb, weil der einzelne Aktionär dem Erwerber regelmäßig nicht die Kontrolle über das Unternehmen vermitteln kann. Jedenfalls hängt eine Veräußerung zu einem vom allgemeinen Marktpreis abweichenden Preis auch für große Aktienpakete regelmäßig vom individuellen Verlauf der Verhandlungen zwischen Käufer und Verkäufer sowie deren subjektiven Bewertungsmaßstäben ab.

Zwar entspricht der fundamentalanalytisch im Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert modelltheoretisch dem Barwert der künftigen Unternehmenserträge, die dem Aktionär über seinen Dividendenanspruch zugute gekommen wären, wenn er seine Aktien hätte behalten dürfen; daher ist nicht auszuschließen, dass der Aktionär - das Halten seiner Aktien unterstellt - den fundamentalanalytisch ermittelten Ertragswert in der Zukunft tatsächlich realisieren kann, wenn sich unter anderem die der Ertragswertberechnung zugrunde liegenden Ertragsprognosen und Zinsannahmen bewahrheiten würden. Auch der Börsenkurs spiegelt aber die Einschätzung des Barwerts der künftigen Unternehmenserträge wider (vgl. OLG Stuttgart a.a.O.; Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 - a.a.O.; Kammerbeschluss vom 27.1.2012 – 3-05 O 102/05 - ). Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass diese nicht von einem externen Sachverständigen, sondern von den Marktteilnehmern getroffene Einschätzung nicht nur die dem Unternehmen selbst innewohnenden Umstände, sondern auch äußere Einflüsse wie politische Ereignisse, psychologische Momente oder allgemeine Tendenzen berücksichtigt. Dies trifft in gleicher Weise auf die Ertragsprognosen zu, die der fundamentalanalytischen Wertermittlung durch einen Sachverständigen zugrunde gelegt werden (vgl. Steinhauer, AG 1999, 299, 302).

Dabei kommt den von Wirtschaftsprüfern zugrunde gelegten Ertragsprognosen nicht per se eine höhere Richtigkeitsgewähr zu als den Einschätzungen der Marktteilnehmer, da sie grundsätzlich auf der Planung der Geschäftsführung des zu bewertenden Unternehmens beruhen. Jedenfalls bei einem hinreichend (informations-) effizienten Kapitalmarkt und bei hinreichender Liquidität der Aktie, also bei ausreichend großen Handelsumsätzen, sind die auf den Schätzungen der Marktteilnehmer beruhenden Börsenwerte nicht weniger zur Bestimmung des Verkehrswerts einer Aktie geeignet als die Schätzungen aufgrund eines theoretisch ermittelten Ertragswertes. Während eine derartige fundamentalanalytische Unternehmensbewertung nur versucht, einen Preisbildungsprozess am Markt zu simulieren beruht der Börsenwert auf einem tatsächlichen Preisbildungsprozess, der sich aus einer Vielzahl realer Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Marktteilnehmer zusammensetzt (Kammerbeschlüsse vom 13.3.2009 – 3-05 O 57/06 a.a.O.; – v. 27.1.2012 – 3-05 O 102/05 -; OLG Stuttgart a.a.O. m.w.Nachw.). Hinzu führt die Ertragswertmethode aufgrund der Umstrittenheit der Bewertungsparameter zu einer großen Bandbreite und damit eine gewisse Beliebigkeit – je nach Ansatz des mit der Bewertung beauftragten Wirtschaftsprüfers - des gefundenen Werte (zur grundsätzlichen

Kritik hierzu vgl. LG Frankfurt/M., Beschlüsse vom 27.1.2012 – 3-05 O 102/05 –; v. 13.03.2009 - 3-5 O 57/06 – BeckRS 2009, 08422; zustimmend Welf Müller, Festschrift f. G. H. Roth, S. , 517, 518; vgl. auch vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main hat in seiner Entscheidung vom 5.12.2013 – 21 W 36/12 – zur der Bewertung nach Börsenkursen ausgeführt:

*„25 ...Allerdings kann den Beschwerdeführern nicht darin gefolgt werden, die marktwertorientierte Bewertungsmethode sei grundsätzlich ungeeignet, um den (anteiligen) Wert einer Gesellschaft zu bestimmen. Vielmehr ist die Bewertung anhand des Börsenwertes eine zumindest in Teilen der Literatur und der Rechtsprechung anerkannte Bewertungsmethode, derer sich das Gericht zur Schätzung des Unternehmenswertes bedienen kann (vgl. dazu ausführlich OLG Frankfurt WM 2010, 1841 sowie kürzlich OLG München, Beschluss vom 26. Juli 2012 - 31 Wx 250/11 -, Juris Rdn. 38 ff.; Stilz, in: FS Goette, S. 529 ff.; Gärtner/Handke, NZG 2012, 247). Dabei bestehen auch aus verfassungsrechtlicher Sicht keine Bedenken, diesen Bewertungsansatz in geeigneten Fällen heranzuziehen (vgl. BVerfG, WM 2011, 1074). Die hiergegen von den Beschwerdeführern und Teilen der Literatur (vgl. kürzlich Burger NZG 2012, 281; Franken/Schulte/Luksch, BewPraktiker 2012, 28; Schulte/Köller/Luksch, WPg 2012, 380; Brösel/Karami, WPg 2011, 418) vorgebrachten Argumente vermögen im Ergebnis nicht zu überzeugen.*

*26 Eher fernliegend ist der Einwand einiger Antragsteller, bei der Bemessung anhand des Börsenwertes handele es sich bereits um keine Wertermittlungsmethode, weil der Preis einer Sache nicht zwingend ihrem inneren Wert entsprechen müsse. Ein konkret ermittelter Ertragswert kann ebenfalls in manchen Fällen vom Verkehrswert der Gesellschaft abweichen. Gleichwohl handelt es sich - wie auch von den Antragstellern nicht in Abrede gestellt wird - um eine anerkannte Methode, den gewünschten Wert zu ermitteln.*

*27 Ferner verstößt eine Orientierung am Börsenwert nicht gegen die Vorstellung des Gesetzgebers, der zu entschädigende Minderheitsaktionär halte die Aktie in der Regel über einen langen Zeitraum. Unabhängig davon, dass bereits zweifelhaft ist, ob der Gesetzgeber dieses Leitbild eines Minderheitsaktionärs hatte, ist ohnehin der behauptete*

*Widerspruch nicht existent. Rationale Erwartungsbildung der informierten Marktteilnehmer unterstellt, ergibt sich der Börsenkurs aus dem Barwert der dem Aktionär in Zukunft zufließenden Dividenden zuzüglich eines erwarteten Veräußerungsgewinns, der wiederum von dem dann erwarteten Dividendenstrom abhängig ist. Dieser Barwert aller zukünftigen Zahlungszuflüsse wird von dem konkreten Veräußerungszeitpunkt nicht beeinflusst.*

*28 Einer Ermittlung anhand des Börsenwertes widerspricht gleichfalls nicht die Vorgabe in § 327b AktG, wonach sich die angemessene Abfindung nach den Verhältnissen der Gesellschaft zu richten hat. Bei einem optimal funktionierenden Kapitalmarkt orientiert sich der Börsenwert ebenso wie der Ertragswert allein an den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft bzw. den hieraus generierten Dividenden für die Aktionäre. Die zukünftigen Erträge werden bestimmt von den Verhältnissen der Gesellschaft. Der Behauptung, durch das Abstellen auf den Börsenwert werde das Bewertungsobjekt ausgetauscht (vgl. dazu Hüffer, AktG, 10. Aufl., § 305 Rdn. 24c), kann nicht gefolgt werden. Zu ermitteln ist der Verkehrswert des Aktieneigentums bzw. des Unternehmensanteils (vgl. zu dieser Terminologie OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 - 20 W 7/11, Juris Rdn. 176 ff.). Zutreffend ist zwar, dass der Börsenkurs als Preis für eine Aktie nicht identisch sein muss mit dem Verkehrswert des Unternehmensanteils. Allerdings gilt dies für den anteiligen Ertragswert des Unternehmens ebenso, denn auch der Ertragswert entspricht nicht in jedem Fall dem Verkehrswert der Gesellschaft und bildet entsprechend nur unzureichend den Verkehrswert des Unternehmensanteils ab. Jeweils handelt es sich um im Einzelfall mehr oder weniger geeignete Annäherungen an den zu ermittelnden Verkehrswert des Aktieneigentums.*

*29 Ferner steht der Bewertung anhand des Börsenkurses nicht der Umstand entgegen, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt der Bekanntgabe des geplanten Squeeze out wählen kann. Die Möglichkeit, eine Phase geringer zukünftiger Ertragsaussichten für die geplante unternehmerische Maßnahme zu wählen, besteht auch im Fall der Bewertung anhand der Ertragswertmethode und führt dort gleichermaßen zu einem im Zeitablauf eher niedrigeren anteiligen Unternehmenswert. Wählt der Hauptaktionär hingegen einen bestimmten Zeitpunkt, weil er von einer systematischen Unterbewertung allein durch die Marktteilnehmer ausgeht, ist - sofern diese Einschätzung zutrifft und sich anhand objektiver Kriterien nachweisen lässt - von einer marktorientierten Bewertung ebenso*

*Abstand zu nehmen wie im Fall einer vermuteten Überbewertung durch den Markt. Deswegen steht auch die neuere Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs einer Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des Börsenwertes der Gesellschaft nicht grundsätzlich entgegen. Soweit der Bundesgerichtshof nämlich in der so genannten Stollwerck-Entscheidung ausgeführt hat, der Minderheitsaktionär sei vor Manipulationsmöglichkeiten dadurch geschützt, dass die Barabfindung nach § 327b AktG nie geringer sein könne als der Anteil des Minderheitsaktionärs am Unternehmenswert (vgl. BGH, NJW 2010, 2657, 2660), steht dies mit der vom Senat vertretenen Auffassung in Einklang. Sind die Kurse im maßgeblichen Beobachtungszeitraum wegen einer kurzfristigen Entwicklung an den Börsen nicht geeignet, den (anteiligen) Unternehmenswert widerzuspiegeln, kann auch nach Ansicht des Senats auf den Börsenwert zum Zwecke der Unternehmenswertbestimmung nicht zurückgegriffen werden.*

*30 Gleiches gilt für die Erwägung, eine Bewertung anhand des Börsenkurses scheidet aus, da der Minderheitsaktionär mangels Verkaufsabsicht offenkundig den Wert seiner Beteiligung höher einschätze. Denn diese Überlegung trifft ebenfalls auf alle Antragsteller zu, die die angebotene und anhand eines Ertragswertes ermittelte Abfindung für unzureichend erachten und deshalb ein Spruchverfahren anstrengen. Obwohl sie alle den Wert ihrer Beteiligung höher einschätzen, hat das Spruchverfahren deswegen nicht automatisch Erfolg. Vielmehr kommt es auf die subjektive Einschätzung der antragstellenden Minderheitsaktionäre nicht an.*

*31 Darüber hinaus ist eine Bewertung anhand des Börsenwertes nicht bereits deshalb ausgeschlossen, weil sich das Zustandekommen des Kurses nicht nachvollziehen lässt und deshalb - so die Antragsteller - effektiver Rechtsschutz nicht möglich sei. Richtig ist zwar, dass sich die Preisbildung am Markt aufgrund der Fülle der Marktteilnehmer und der unendlichen Vielzahl verarbeiteter Informationen nicht im Einzelnen nachzeichnen lässt. Dies ist für eine gerichtliche Prüfung der Angemessenheit einer am Börsenwert orientierten Abfindung aber auch nicht notwendig. Maßgeblich ist vielmehr zunächst nur, dass der Börsenkurs zutreffend berechnet worden ist. Gerade dies ist im Gegensatz zum Ertragswert schnell und sicher zu ermitteln, wengleich sich auch hier selbstverständlich Fragen nach dem Börsenplatz, dem Durchschnittszeitraum oder der Gewichtung bei der Durchschnittsbildung stellen. Zudem ist sicherzustellen, dass der Börsenwert keinen Verzerrungen im Einzelfall unterliegt. Hierzu geben historische Preisverläufe,*

*Kurssprünge, eine vergleichende Kursbetrachtung zu Aktienindizes oder Wettbewerbern sowie vor der unternehmerischen Maßnahme erfolgte Ad hoc - Mitteilungen der Gesellschaft ausreichend Anhaltspunkte für ein kritisches Hinterfragen der Kurse durch die Minderheitsaktionäre oder das Gericht. Dass eine gezielte Kurspflege durch eine entsprechende Informationspolitik der Gesellschaft möglich und als solche nicht einfach zu identifizieren ist, steht dem nicht entgegen. Dem kann insbesondere dadurch begegnet werden, dass die Kursstabilität über einen längeren Zeitraum betrachtet wird. Zugleich besteht für die Minderheitsaktionäre die Möglichkeit, im Rahmen eines späteren Spruchverfahrens auf eine gezielte informative Irreführung der Marktteilnehmer vornehmlich durch selektive Pressemitteilungen hinzuweisen.*

*32 Ebenso scheitert eine Schätzung des Unternehmenswertes anhand der Börsenkapitalisierung nicht an einer mangelnden Information der Marktteilnehmer. Zuzustimmen ist den Antragstellern zwar darin, dass es für die Aussagekraft des Kurses entscheidend auf die Verfügbarkeit und sachgerechte Verarbeitung unternehmensbezogener und unternehmensspezifischer Informationen im Markt ankommt. Dabei ist aber im Vergleich zu anderen Märkten grundsätzlich von einer hohen Informationseffizienz des Kapitalmarktes auszugehen. Nicht zuletzt deshalb kann der Einschätzung einiger Antragsteller nicht gefolgt werden, der Sachverständige verfüge stets über mehr Informationen als die im Markt verarbeiteten Informationen. So hat der Sachverständige zwar in der Regel einen besseren Zugang zu den unternehmensspezifischen Informationen, ihm fehlt allerdings der umfassende Überblick über alle denkbaren unternehmensbezogenen Informationen, die ihrerseits Eingang in die Preisbildung auf einem effizienten Markt finden (vgl. eingehend OLG Frankfurt am Main, WM 2010, 1841).*

*33 Dem Einwand, Synergieeffekte fänden im Börsenkurs grundsätzlich keine Berücksichtigung, kann nicht gefolgt werden. Der Markt preist - sofern das die Synergieeffekte auslösende unternehmerische Ereignis bekannt ist - die hierdurch hervorgerufenen erwarteten Gewinnsteigerungen ein. Entsprechend ist nur der Referenzzeitraum richtig zu bestimmen. Dies bedeutet allerdings nicht, dass der Kurs die Zahlungsbereitschaft eines dem Unternehmenskauf näher tretenden Großaktionärs widerspiegeln würde (vgl. dazu Burger, NZG 2012, 281, 288). Doch hat der abfindungsberechtigte Minderheitsaktionär hierauf auch keinen Anspruch.*

34 Maßgeblich für die angemessene Abfindung eines Aktionärs im Fall seines Ausscheidens aus der Gesellschaft ist nämlich der den Aktionären in der Zukunft zufließende Zahlungsstrom im Fall ihres Verbleibs in der Gesellschaft ohne Berücksichtigung der unternehmerischen Maßnahme. Dieser Zahlungsstrom wird für die Gesamtgesellschaft anhand des Ertragswertes abgebildet. Er geht von der bestehenden Unternehmenspolitik der Gesellschaft aus, die wiederum aufgrund der vorhandenen Machtverhältnisse in der Hauptversammlung und im Aufsichtsrat von den Vorstellungen des Mehrheitsaktionärs geprägt ist. Insoweit entspricht das verobjektivierte Ertragswertverfahren den Preisbildungsvorstellungen der Kleinaktionäre an der Börse, die ebenfalls ihre Erwartungsbildung vornehmlich an der bestehenden Unternehmenspolitik orientieren und aufgrund der geringen Beteiligung der einzelnen Aktionäre nicht von einer Beeinflussung der Politik in ihrem Sinne ausgehen können.

35 Hiervon zu trennen ist eine Bewertung anhand eines Zahlungsstroms, den ein potentieller Käufer der Gesellschaft erwartet. Ein solcher zukünftiger Großaktionär braucht bei seiner Bewertung nicht von der bislang verfolgten Unternehmenspolitik auszugehen. Vielmehr bietet der Kauf der Gesellschaft ihm die Möglichkeit, eine geänderte Strategie zu implementieren und auf diese Weise den erwarteten Zahlungsstrom zu erhöhen. Diese Bewertung spielt regelmäßig für das verobjektivierte Ertragswertverfahren und seine Anwendung im gerichtlichen Spruchverfahren keine Rolle. Es ist nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, alternative unternehmerische Konzepte zu entwerfen und jeweils hieraus gesonderte Unternehmenswerte zu berechnen, wobei der angemessenen Abfindung der höchste Wert zugrunde zu legen sei. Richtig ist vielmehr allein, dass die angemessene Abfindung des Minderheitsaktionärs - von extremen Ausnahmen abgesehen - von der bestehenden Unternehmenspolitik auszugehen hat. Gleiches gilt regelmäßig für das Kalkül des an der Börse agierenden Aktionärs. Eine alternative Unternehmenspolitik ist in der Regel weder Gegenstand der Marktpreisbildung noch des Ertragswertverfahrens.

36 Dass die Bewertung anhand von Börsenkursen unabhängig von ihrem Einsatz bei der Ermittlung der Barabfindung oder der Bestimmung einer Verschmelzungswertrelation regelmäßig transparent ist und überlange Verfahrensdauern bei Spruchverfahren, wie sie vom Bundesverfassungsgericht ausdrücklich gerügt worden sind (vgl. BVerfG, WM 2012,

75; WM 2012, 76), vermeiden hilft, kommt hinzu. Dem steht eine im Einzelfall eventuell erforderliche Analyse des Marktes nicht entgegen, da die Bestimmung der Liquidität des relevanten Marktes - abgesehen von konzeptionellen Schwierigkeiten - mit keinem großen Aufwand verbunden ist und jedenfalls für den Regelfall von einem nicht manipulierten Marktgeschehen ausgegangen werden kann.

37 Dabei handelt es sich bei der durch die verstärkte Heranziehung von Börsenkursen möglichen Begrenzung der Verfahrensdauer von Spruchverfahren um ein auch aus verfassungsrechtlicher Sicht legitimes Anliegen. Hierdurch soll dem in Art. 2 Abs. 1 iVm Art. 20 Abs. 3 GG verankerten Anspruch auf effektiven Rechtsschutz Rechnung getragen werden. Insoweit entspricht es auch einem verfassungsrechtlichen Gebot, die in Spruchverfahren auftretenden, in tatsächlicher und rechtlicher Hinsicht besonders komplexen Bewertungsfragen einer vertretbaren Lösung in angemessener Frist zuzuführen (vgl. BVerfG, WM 2012, 1683). Demgegenüber ist eine vom Eigentumsschutz der Minderheitenaktionäre dominierte Entscheidungsfindung stets zugunsten einer weiteren Klärung bewertungsrechtlicher Fragen entgegen der Auffassung einiger Antragsteller verfassungsrechtlich nicht geboten und im Ergebnis auch nicht zulässig (vgl. BVerfG, WM 2012, 1683).

38 Eine Beschränkung der vorstehenden Erwägungen auf die den vorgenannten Entscheidungen (vgl. BVerfG, WM 2011, 1074, OLG Frankfurt WM 2010, 1841; OLG München, Beschluss vom 26. Juli 2012 - 31 Wx 250/11 -, Juris Rdn. 38 ff.) zugrunde liegende Ermittlung des Umtauschverhältnisses im Rahmen einer erfolgten Verschmelzung ist nicht sachgerecht. Vielmehr kann die marktorientierte Bewertung vom Grundsatz her im Rahmen eines Squeeze out gleichermaßen Anwendung finden.

39 Insbesondere ist es für die konkrete Anwendung ohne Relevanz, dass es in dem vom Bundesverfassungsgericht verfassungsrechtlich gebilligten Fall einer Heranziehung des Börsenkurses zum Zwecke der Bewertung der betroffenen Gesellschaften im Ergebnis zu einer Zuzahlung und damit zu einer Besserstellung der antragstellenden Minderheitsaktionäre kam (WM 2011, 1074). Ob nämlich eine Neubewertung der beteiligten Gesellschaften anhand des Ertragswertverfahrens eine weitere Besserstellung der Minderheitsaktionäre nach sich gezogen hätte, blieb in der Entscheidung mangels einer Entscheidungserheblichkeit der Frage folgerichtig offen.

*40 Ebenso ergibt sich entgegen der Auffassung einiger Antragsteller aus einer etwaigen Betroffenheit der Aktionäre der übernehmenden Gesellschaft in ihrem Grundrecht aus Art. 14 Abs. 1 GG keine Besonderheit gegenüber dem hier vorliegenden Fall des Squeeze out. Gleiches gilt für den Gesichtspunkt, dass im Fall der Verschmelzung der Minderheitsaktionär an der übernehmenden Gesellschaft beteiligt bleibt, er beim Squeeze out hingegen seine Beteiligungsrechte endgültig verliert. Denn das Bundesverfassungsgericht hat ausdrücklich klargestellt, dass auch im Fall der Verschmelzung die Grundsätze seiner DAT/Altana - Entscheidung (BVerfGE 100, 289) in vollem Umfang Anwendung finden, mithin selbst bei der Verschmelzung zwischen gleichberechtigten Gesellschaften eine zurückhaltende Anwendung des Minderheitenschutzes nicht gerechtfertigt ist (vgl. ZIP 2012, 1656). Da die Anwendung einer marktorientierten Bewertungsmethode die Billigung des Verfassungsgerichts in einem Verschmelzungsfall gefunden hat, besteht kein Grund anzunehmen, die Schätzung des Unternehmenswertes anhand des Börsenwertes der Gesellschaft sei im Fall der Abfindung nach einem Squeeze out aus grundsätzlichen Erwägungen heraus verfassungsrechtlich unzulässig."*

Diese vorstehenden Erwägungen rechtfertigen es im vorliegenden Verfahren die von der Antragsgegnerin ermittelte Abfindung von EUR 16,23 anhand des gewichteten Börsenkurses für den Zeitraum von 3 Monate vor Bekanntgabe der vorgesehenen Strukturmaßnahme am 3.5.2013 nicht abzuändern.

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 19.07.2010 - II ZB 18/09 - NJW 2010, 2659) ist auf diese Referenzperiode abzustellen, die mit der erstmaligen Bekanntgabe der Maßnahme, hier am 14.2.2012, endete, wobei allerdings eine Anpassung geboten sein kann, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum liegt und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt, d.h. dann der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen ist.

Hier lagen jedoch nur knapp 4 Monate zwischen der maßgeblichen Tag der Bekanntgabe am 3.5.2013 und der Hauptversammlung am 23.8.2013, was keinen längeren Zeitraum darstellt.

Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs auf den 3.5.2013 bezogen betrug vorliegend EUR 16,23 je Aktie, so dass die beschlossene Abfindung von EUR 16,23 aus Sicht der Minderheitsaktionäre nicht unangemessen ist.

Es erscheint daher sachgerecht, wie es die Antragsgegnerin getan hat, die Abfindung am Börsenkurs der Rücker AG zu orientieren, der es der BaFin erlaubte in ihrer Auskunft vom 16.5.2013 (Bl.576 f d. A.) für den 3-Monatszeitraum vor dem 3.5.2013 einen gewichteten Durchschnittskurs von EUR 16,23 gem. § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO festzustellen, d.h. ein Handel jedenfalls in dem Umfang, wie er in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO beschrieben ist, vorgelegen haben muss.

In dem in dem maßgeblichen Zeitraum wurden 414.180 Aktien (vgl. <http://www.boerse.de/historische-kurse/Ruecker-Aktie>) von insgesamt 8.379.194 Aktien der Rücker AG gehandelt wurden, d. h. 4,94 %. Zwar mag dies zunächst zu gering erscheinen, doch ist hier zu berücksichtigen, dass die Antragsgegnerin zum Zeitpunkt der Bekanntgabe 90,04% d.h. 7.544.781 Aktien hielt, nachdem sie bereits nach Abschluss ihres Übernahmeangebots im Jahr 2012 bereits 89,71 % = 7.516.974 Aktien hatte. Weiter ist zu berücksichtigen, dass der Antragsteller zu 38) nach seinem Vorbringen in diesem Verfahren während des maßgeblichen Zeitraums 418.961 Aktien hielt, d.h. nach dem Übernahmeangebot der Antragsgegnerin nur noch ein sog. freefloat von 862.220 Aktien bestand und ohne die Aktien des Antragstellers zu 38) von 443.259 Aktien. Von diesem freefloat wurden daher in dem maßgeblichen Zeitraum ca. 48 % gehandelt, und ohne die Aktien des Antragstellers zu 38) sogar ca. 93 %.

Die für eine Bewertung zum Börsenkurs maßgebliche Frage, ob ein Minderheitsaktionär in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe an vielen Börsentagen die Möglichkeit hatte, seine Aktien zu veräußern (vgl. OLG Düsseldorf AG 2008 498 m.w.Nachw.), ist daher ohne weiteres zu bejahen und rechtfertigt es eine Marktengung zu verneinen.

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre, die Vorlage der Arbeitspapiere von und des sachverständigen Prüfers anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen,

die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Der hier tätige sachverständige Prüfer hat das Ergebnis seiner Prüfungen im Prüfungsbericht detailliert dargestellt und in der ergänzenden Stellungnahme weiter erläutert. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Übertragungsbericht und der hierzu eingeholten Stellungnahme von        bzw. der Prüfbericht des Prüfers wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich, zumal die Abfindung nach dem Börsenwert erfolgt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der aussenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 134 GNotKG i. V. m. § 15 Abs. 2 SpruchG a.F., § 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung (vgl. Roskopf in Kölner Kommentar zum SpruchG § 15 Rz. 48; Klöcker/Frowein SpruchG § 15 Rz. 15). Im Hinblick darauf, dass es zu keiner gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommt, sind aber auch keine Billigkeitsgründe ersichtlich, die eine (teilweise) Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnten.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 134 GNotKG i. V. m. § 15 Abs. 1 Satz 3 SpruchG a.F. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F.).

Mangels Erhöhung der Abfindung bleibt es bei dem gesetzlichen Mindestwert von EUR 200.000,--.

Die Vergütungs- und Auslagenfestsetzung für den Vertreter der aussenstehenden Aktionäre war einer gesonderten Beschlussfassung vorzubehalten, da der Kammer derzeit nicht vollständig bekannt ist, in welcher Höhe zu erstattende Auslagen entstanden sind.

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt. Zur Frage der Zulassung einer Beschwerde folgt die Kammer der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main vom 21.5.2012 – WpÜG 10/11 -.

Auch im gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahren handelt es sich um eine vermögensrechtliche Streitigkeit wie im Verfahren nach § 39a WpÜG, für die § 61 FamFG seit 1.9.2009 gilt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit ich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7).

Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten von EUR 600,-- ist nicht geboten. Es gibt vorliegend keinen Grund, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und die daraus begehrte Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichen des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist, zumal keiner der Beteiligten auch die Zulassung beantragt hat.

#### Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und es muss eine Beschwer von über EUR 600,-- gegeben sein.