

21 W 77/14
3-05 O 277/07 Landgericht Frankfurt
am Main



OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

betreffend die Angemessenheit der Abfindung der ausgeschlossenen
Minderheitsaktionäre der Wella AG

gegen

hat der 21. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main nach mündlicher Verhandlung am 6. September 2019 durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht die Richterin am Oberlandesgericht und die Richterin am Oberlandesgericht am 20. November 2019 beschlossen:

Die sofortigen Beschwerden der Antragsteller zu 3), 24), 25), 42), 43), 47), 48), 55), 71), 72), 73), 74), 78), 79) und 80) sowie der Antragsgegnerin gegen den Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 22. Juli 2014 werden dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorgelegt.

Gründe

A.

Es handelt sich um ein Spruchverfahren nach einem Squeeze out und hierbei um ein Folgeverfahren des vormals beim Senat anhängigen Verfahrens betreffend die Angemessenheit der Abfindung nach dem Abschluss eines Unternehmensvertrags mit der Wella AG als beherrschter Gesellschaft (AG 2014, 822).

Die Antragsteller waren Aktionäre der Wella AG. Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von damals 67.517.346 € war in 44.135.676 auf den Inhaber lautende Stammaktien und 23.381.670 auf den Inhaber lautende stimminrechtslose Vorzugsaktien eingeteilt. Unternehmensgegenstand der Gesellschaft war die Herstellung von chemischen, pharmazeutischen und kosmetischen Waren; die Herstellung und der Vertrieb von Apparaten, Geräten und Maschinen aller Art sowie Kunststoffherzeugnissen, die Herstellung und der Vertrieb von Einrichtungen und Einrichtungsgegenständen sowie der Betrieb eines allgemeinen Ein- und Ausfuhrgeschäfts. Eingeteilt war der Konzern, der zu den größten international tätigen Anbietern für Haarkosmetikprodukte und Parfum zählte, in einen Geschäftsbereich Frisör, einen Bereich Consumer sowie einen Bereich Kosmetik und Duft. Das Geschäftsjahr der Wella AG begann am 1. Juli eines Kalenderjahres und endete am 30. Juni des nachfolgenden Jahres, wobei vom 1. Januar 2004 bis zum 30. Juni 2004 zur Umstellung auf den vorstehend genannten Geschäftsjahreszyklus ein Rumpfgeschäftsjahr gebildet wurde.

Am 17. März 2003 schlossen die auf die Gründerfamilie zurückgehenden Familienaktionäre und eine Gesellschaft der einen Vertrag über den direkten und indirekten Erwerb von 34.235.192 Stammaktien der Wella AG (ca. 77,57 % der Stammaktien), der nach der Erteilung der Kartellrechtsfreigabe am 2. September 2003 vollzogen wurde. Am 28. April 2003 veröffentlichte ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der Gesellschaft. Dabei bot die

den Inhabern von Stammaktien je Aktie einen Preis von 92,25 € und den Inhabern von Vorzugsaktien je Aktie einen Preis von 65 €. Das Übernahmeangebot wurde am 10. September 2003 vollzogen. Im Rahmen des Übernahmeangebots erwarb
weitere 9.053.768 Stammaktien sowie 10.167.531
Vorzugsaktien.

Die Antragsgegnerin und die Wella AG schlossen sodann am 26. April 2004 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag. Hierin war eine jährliche Nettoausgleichszahlung in Höhe von 3,81 € je Stammaktie und in Höhe von 3,83 € je Vorzugsaktie vorgesehen. Ferner wurde eine für beide Aktiengattungen einheitliche Barabfindung für außenstehende Aktionäre in Höhe von 72,86 € vereinbart. Dem Vertrag stimmte die Hauptversammlung der Wella AG am 8. Juni 2004 zu. Der Beschluss wurde daraufhin am 9. Juni 2004 ins Handelsregister eingetragen. Die gewährten Kompensationszahlungen waren zwischenzeitlich Gegenstand eines vormals beim Senat unter dem Aktenzeichen 21 W 15/11 anhängigen Spruchverfahrens. Mit rechtskräftiger Entscheidung vom 28. März 2014 setzte der Senat die Barabfindung je Vorzugsaktie auf 74,83 € und je Stammaktie auf 88,08 € fest. Ferner erhöhte der Senat die jährliche Ausgleichszahlung je Vorzugsaktie auf 4,24 € und je Stammaktie auf 4,22 € (AG 2014, 822).

In zeitlichem Nachgang zu dem Abschluss des Unternehmensvertrages, dessen Kündigung zum Bewertungszeitpunkt nicht beabsichtigt war (vgl. Übertragungsbericht S. 60), schied die Gesellschaft am 20. September 2004 aus dem MDAX aus.

Im weiteren Verlauf beabsichtigte die Antragsgegnerin den Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Wella AG aus der Gesellschaft und teilte ihre Absicht am 8. September 2005 der Öffentlichkeit mit. Der gewichtete, unbereinigte durchschnittliche Börsenkurs drei Monate vor diesem Zeitpunkt belief sich den Feststellungen des Landgerichts zufolge für Vorzugsaktien auf 80,41 € und für Stammaktien auf 81,63 € (Bl. 1743, 1811 d. A.). Der von der BaFin ermittelte

umsatzgewichtete Durchschnittskurs der Wella AG betrug für Vorzugsaktien 80,39 € und für Stammaktien 81,56 € (vgl. Bl. 3419 d. A.).

Zum Zweck des beabsichtigten Squeeze out beauftragte die Antragsgegnerin die mit der Ermittlung des Unternehmenswertes der Antragsgegnerin und damit verbunden der Höhe der Abfindung nach § 327b AktG. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft ermittelte einen anteiligen Unternehmenswert von 58,25 € und schlug unter Bezugnahme auf einen bereinigten durchschnittlichen ungewichteten Börsenkurs für Vorzugsaktien eine Abfindung von 80,37 € für beide Aktiengattungen vor, wobei zur Erläuterung auf den gesondert in der Akte befindlichen Übertragungsbericht verwiesen wird. Die gerichtlich bestellte Übertragungsprüferin,

bestätigte die vorgesehene Abfindung als angemessen, wobei insoweit auf den zu den Akten gereichten Prüfbericht verwiesen wird.

Daraufhin beschloss die Hauptversammlung der Wella AG am 13./14. Dezember 2005 den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Abfindung in Höhe von 80,37 € je Vorzugs- und Stammaktie. Gegen den Beschluss erhoben mehrere Aktionäre Anfechtungsklage vor dem Landgericht. Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister der Antragsgegnerin erfolgte am 12. Juli 2007, nach der Fassung eines Bestätigungsbeschlusses am 27. Februar 2007 und der erfolgreichen Durchführung eines Freigabeverfahrens betreffend den Hauptversammlungsbeschluss vom 13./14. Dezember 2005 (vgl. Landgerichtsbeschluss Bl. 1799 d. A.). Zu diesem Zeitpunkt waren noch 83.203 Stammaktien und 1.963.567 Vorzugsaktien im Streubesitz von Minderheitsaktionären (vgl. Bl. 1799 d. A.).

Im Anschluss haben zahlreiche Minderheitsaktionäre ein Spruchverfahren eingeleitet mit dem Ziel, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Das Landgericht hat mit dem angefochtenen Beschluss vom 22. Juli 2014 und damit deutlich vor der Entscheidung des Bundesgerichtshofs zur Relevanz des Barwerts der Ausgleichszahlungen (Beschluss vom 12. Januar 2016

– II ZB 25/14, Juris) die Barabfindung für Vorzugsaktien auf 86,26 € und für Stammaktien auf 85,77 € heraufgesetzt. Zur Begründung hat die Kammer sich auf den Barwert der Ausgleichszahlungen berufen. So stehe nach der rechtskräftigen Entscheidung des Senats vom 28. März 2014 die Höhe der zu kapitalisierenden Ausgleichszahlung fest. Sie betrage je Vorzugsaktie 4,24 € und je Stammaktie 4,22 € vor persönlichen Steuern und 3,50 € respektive 3,48 € nach persönlichen Steuern. Diese Nettobeträge seien mit dem für den Bewertungsstichtag relevanten Kapitalisierungszins zu kapitalisieren. Der zutreffende Kapitalisierungszins ergebe sich aus dem am Bewertungsstichtag gültigen Basiszins zuzüglich der Hälfte des für die Gesellschaft maßgeblichen Risikozuschlags. Dabei sei mit Blick auf den Basiszins eine Höhe von 4 % vor Steuern zu veranschlagen. Der Risikozuschlag ergebe sich aus der im Übertragungsbericht zutreffend angenommenen Marktrisikoprämie vor Steuern von 5,5 % und einem Betafaktor von 0,5, woraus sich insgesamt ein Kapitalisierungszins von 3,975 % nach Steuern ergebe ($= 0,04 * 0,65 + 0,5 * 0,5 * 0,055$).

Gegen den vorgenannten Beschluss haben die Antragsteller zu 3) (Bl. 1891), zu 24) (Bl. 1921), zu 25) (Bl. 1888), zu 42) (Bl. 1891), zu 43) (Bl. 1891), zu 47) (Bl. 1891), zu 48) (Bl. 1891), zu 55) (Bl. 1948), zu 71) bis 74) (Bl. 1917), zu 78) (Bl. 1920), zu 79) (Bl. 1920) und zu 80) (Bl. 1891) sowie die Antragsgegnerin (Bl. 1900) sofortige Beschwerde eingelegt.

Die Antragsteller machen vornehmlich geltend, das Landgericht habe bei der Bemessung der angemessenen Abfindung den anteiligen Ertragswert der Wella AG nicht ausklammern dürfen. Zutreffend sei zwar, dass der Barwert der Ausgleichszahlungen einen Mindestwert der zu gewährenden Barabfindung darstelle. Liege der anteilige Ertragswert jedoch oberhalb des Barwerts, sei der anteilige Ertragswert für die Höhe der Abfindung maßgeblich. Der Ertragswert der Gesellschaft sei im Übertragungsbericht unzutreffend ausgewiesen und liege vorliegend oberhalb des Barwerts der Ausgleichszahlung. So basieren nach Auffassung der Antragsteller die geplanten Erträge auf einer unzulänglichen Vergangenheitsanalyse. Darüber hinaus sei unter anderem der Detailplanungszeitraum zu knapp bemessen, die Wachstumschancen der Wella

AG nicht hinreichend berücksichtigt sowie die Synergieeffekte nicht zutreffend bewertet worden. Ferner sei die Annahme einer Thesaurierung von 100 % der Gewinne nicht vertretbar und das nicht betriebsnotwendige Vermögen zu knapp bemessen. Insbesondere hätten die Ersatzansprüche der Gesellschaft gegen die Antragsgegnerin Berücksichtigung finden müssen. Mit Blick auf den Kapitalisierungszins vertreten die Antragsteller die Auffassung, der Basiszins sei ebenso wie die Marktrisikoprämie nach Steuern zu hoch bemessen, wohingegen der Wachstumsabschlag von 1,5 % zu niedrig bemessen sei. Hinsichtlich des Betafaktors folgen die Antragsteller im Grundsatz der Einschätzung des vom Senat bestellten Sachverständigen, wonach dieser anhand der Aktien der Gesellschaft zu ermitteln sei. Sie halten aber den von dem Sachverständigen mit 0,4 ausgewiesenen Wert des Betas der unverschuldeten Gesellschaft für zu hoch bemessen, zumal der Sachverständige selbst eine Bandbreite von 0,3 bis 0,4 für plausibel erachtet und zudem ausgeführt habe, dass eine Analyse der Aktienkurse der Gesellschaft grundsätzlich für einen Wert am unteren Ende der herausgearbeiteten Bandbreite spreche. Vertretbar sei daher allenfalls die Heranziehung des Mittelwerts von 0,35.

Auch die Antragsgegnerin ist der Auffassung, das Landgericht sei zu Unrecht davon ausgegangen, dass die angemessene Abfindung durch den Barwert der Ausgleichszahlung bestimmt werde. Sie vertritt allerdings die Ansicht, dem Barwert sei im Rahmen der Abfindung nach § 327b AktG überhaupt keine Bedeutung beizumessen; auch nicht als Untergrenze der Abfindung. Soweit es die Einwände der Antragsteller gegen den im Übertragungsbericht ausgewiesenen Ertragswert der Wella AG anbelange, seien diese insgesamt unberechtigt. Sowohl die Höhe der Erträge als auch das nicht betriebsnotwendige Vermögen seien zutreffend ermittelt worden. Mit Blick auf den Kapitalisierungszins macht die Antragsgegnerin insbesondere geltend, eine Aufrundung des Basiszinses sei bereits aus Gründen der organisatorischen Handhabbarkeit zwingend, zumal es sich bei dem Basiszins ohnehin auch nur um eine Schätzung handle. Der Betafaktor sei entgegen der Ansicht des gerichtlich bestellten Sachverständigen zutreffend anhand einer Peer Group bestimmt worden, da das eigene Beta der Gesellschaft nicht aussagekräftig sei. Jedenfalls sei der im Übertragungsbericht

ausgewiesene und von der gerichtlich bestellten Prüferin bestätigte Wert von 0,5 angemessen und nicht korrekturbedürftig. Zudem sei die Berechnung des Betas bei der Bestimmung des Barwerts der Ausgleichszahlungen seitens des vom Senat im Beschwerdeverfahren bestellten Sachverständigen unzutreffend, weil dieser zu Unrecht auf einen net debt, statt auf einen total debt Ansatz abgestellt habe. Da der Barwert der Ausgleichszahlung für die zu gewährende Abfindung aber ohnehin ohne Relevanz und der anteilige Ertragswert deutlich unter dem Börsenkurs der Wella AG liege, bestimme sich die angemessene Abfindung nach dem Börsenkurs der Aktie, der zutreffend für Stamm- und Vorzugsaktien einheitlich auf 80,37 € festgelegt worden sei.

Der Senat hat mit Beschluss vom 24. April 2015 das Verfahren zunächst ausgesetzt, wobei im Hinblick auf den Aussetzungsbeschluss auf Bl. 3195 ff. d. A. verwiesen wird, und nach der Entscheidung des Bundesgerichtshofs in der Sache II ZB 25/14 (Beschluss vom 12. Januar 2016, Juris) wieder aufgenommen. Im Anschluss hat der Senat zu einzelnen Fragen der Unternehmensbewertung eine schriftliche Stellungnahme der Übertragungsprüferin eingeholt (Bl. 3288 ff. d. A.). Hinsichtlich der Ausführungen der sachverständigen Prüferin wird auf Bl. 3377 ff. d. A. verwiesen.

Sodann hat der Senat Beweis durch Einholung eines Sachverständigengutachtens zur Frage der Höhe des Betafaktors erhoben und zum Sachverständigen bestellt sowie auf die Möglichkeit eines Vorlageverfahrens an den Bundesgerichtshof hingewiesen (Bl. 3911 ff. d. A.).

Hinsichtlich der schriftlichen Ausführungen des Sachverständigen sowie mit Blick auf die ergänzende Stellungnahme wird auf das gesondert zur Akte gereichte Gutachten sowie die ebenfalls gesondert zur Akte gereichte ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen Bezug genommen. Im Anschluss hat der Senat den Sachverständigen mündlich angehört, wobei insoweit auf Bl. 4422 ff. der Akten Bezug genommen wird. Schließlich hat der Senat am 13. September 2019 den Beteiligten einen weiteren Hinweis erteilt (Bl. 4451 ff. d. A.), woraufhin

die Antragsgegnerin mit Schriftsatz vom 25. Oktober 2019 (Bl. 25. Oktober 2019 ff. d. A.) weiter vorgetragen hat.

Ergänzend wird auf die Schriftsätze der Beteiligten im Beschwerdeverfahren sowie die ihnen beigelegten Anlagen verwiesen.

B.

Die sofortigen Beschwerden der Antragsteller sind zulässig und zudem begründet. Demgegenüber bleibt der ebenfalls zulässigen Beschwerde der Antragsgegnerin der Erfolg versagt. Die angemessene Abfindung beträgt auf der Grundlage der Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen nach Auffassung des Senats 93,30 € je Stammaktie und 93,84 € je Vorzugsaktie und liegt damit jeweils über den vom Landgericht pro Aktie festgesetzten Beträgen. Die Höhe der angemessenen Abfindung wird dabei nach Auffassung des Senats von dem Barwert der festen Ausgleichszahlungen als Mindestwert bestimmt.

Allerdings weicht der Senat mit seiner Ansicht, die angemessene Abfindung werde vorliegend vom Barwert der Ausgleichszahlungen als Mindestwert bestimmt, von der Auffassung anderer Oberlandesgerichte ab, wonach der Barwert der Ausgleichszahlungen für die Abfindung nach § 327b AktG generell unmaßgeblich sei. Nach der letztgenannten Ansicht wäre aufgrund des niedrigeren Ertragswertes der Börsenkurs maßgeblich und beliefe sich die angemessene Abfindung vorliegend auf 81,56 € je Stammaktie und 80,39 € je Vorzugsaktie. Der Bundesgerichtshof hat die Rechtsfrage in seiner Entscheidung vom 12. Januar 2016 (II ZB 25/14, Juris) ausdrücklich offen gelassen.

Aufgrund der beabsichtigten und entscheidungserheblichen Abweichung von der Rechtsprechung anderer Oberlandesgerichte ist die sofortige Beschwerde gemäß § 28 FGG in der bis zum 31. August 2009 gültigen und hier gemäß Art. 111 Abs. 1 FGG-ReformG maßgeblichen Fassung (im Folgenden a.F.) dem Bundesgerichtshof zur Entscheidung vorzulegen.

1. Die wechselseitig eingelegten sofortigen Beschwerden sind zulässig. Dabei bestimmt sich die Statthaftigkeit der nach dem 1. September 2003 eingelegten Beschwerden gemäß § 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG iVm Art. 111 FamFG – ReformG nach dem Spruchverfahrensgesetz in der bis zum 31. August 2009 gültigen Fassung (im Folgenden a.F.). Insbesondere sind die Rechtsmittel formgerecht eingelegt worden. Zudem haben alle Beschwerdeführer die zweiwöchige Frist des § 22 Abs. 1 Satz 1 FGG a.F. iVm § 17 Abs. 1 Satz 1 SpruchG a.F. gewahrt (vgl. für die Antragsteller zu 3) (Bl. 1836 und 1891), zu 24) (Bl. 1884 und 1921), zu 25) (Bl. 1829 und 1888), zu 42) (Bl. 1836 und 1891), zu 43) (Bl. 1836 und 1891), zu 47) (Bl. 1836 und 1891), zu 48) (Bl. 1836 und 1891), zu 55) (Bl. 1843 und 1948), zu 71) bis 74) (Bl. 1851, 1850, 1876 bzw. 1882 und 1917), zu 78) (Bl. 1841 und 1920), zu 79) (Bl. 1841 und 1920) und zu 80) (Bl. 1836 und 1891) sowie für die Antragsgegnerin (Bl. 1819 und Bl. 1900).

Soweit es die Antragsteller zu 51) betrifft, ist die Erbengemeinschaft nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zwar weder rechts- noch parteifähig (vgl. BGH, Beschluss vom 17. Oktober 2006 – VIII ZB 94/05, juris Rn. 7). Sie ist auch nicht beteiligtenfähig. Dies hindert die Zulässigkeit der Beschwerde jedoch nicht, da in diesem Fall die einzelnen Erben als Antragsteller und Beschwerdeführer anzusehen sind (vgl. OLG Stuttgart AG 2019, 262; OLG Karlsruhe ZIP 2017, 122).

2. Die zulässigen Beschwerden der Antragsteller sind begründet, diejenige der Antragsgegnerin hingegen unbegründet. Denn die gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG zu gewährende Abfindung liegt oberhalb der vom Landgericht festgesetzten Werte und beläuft sich nach Auffassung des Senats auf 93,30 € je Stammaktie und 93,84 € je Vorzugsaktie.

a) Nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG kann die Hauptversammlung einer Gesellschaft die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen. Dabei muss die vom Hauptaktionär festgelegte Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung berücksichtigen (§ 327b Abs. 1 Satz 1 AktG).

aa) Als angemessen in dem vorgenannten Sinne ist eine Abfindung anzusehen, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert seiner Beteiligung entsprechen (vgl. BVerfGE 14, 263, 284; 100, 289, 304 f.; BayObLG AG 1996, 127; Hüffer/Koch, AktG, 2018, § 327b Rn. 5). Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. BGHZ 138, 136, 140). Dabei stellt der Börsenkurs der Gesellschaft regelmäßig eine Untergrenze für die zu gewährende Abfindung dar (vgl. BVerfGE 100, 289).

bb) Mit Beschluss vom 12. Januar 2016 (– II ZB 25/14, juris Rn. 30) hat der Bundesgerichtshof festgestellt, dass bei dem hier gegebenen Fall des Vorliegens eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags für die Angemessenheit der Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts jedenfalls dann maßgeblich ist, wenn dieser höher ist als der Barwert der aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlungen. Ausdrücklich offen gelassen hat der Bundesgerichtshof in der vorgenannten Entscheidung die Frage, ob der Barwert der Ausgleichszahlungen ähnlich dem Börsenwert als Mindestwert der angemessenen Abfindung zugrunde zu legen ist, wenn dieser den anteiligen Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre übersteigt. Hierzu werden in Rechtsprechung und Literatur unterschiedliche Auffassungen vertreten. Der Senat schließt sich der Ansicht an, wonach der Barwert der Ausgleichszahlung neben dem Börsenkurs eine weitere Untergrenze für die Abfindung darstellt (für den Ausgleich als Untergrenze: MüKo/Grünwald, AktG, 2015, § 327b Rn. 12; Hölter/Müller-Michaels, AktG, 2017, § 327b Rn. 7.; Grigoleit/Rieder, AktG, 2016, § 327b Rn. 11; Schüppen ZIP 2016, 1413; 1418; Müller/Michaels, BB 2017, 498; J. Schmidt, WuB 2016, 495, 496; Winter, EWIR 2006, 417; Bödeker/Fink, NZG 2011, 816, 818; Tebben, AG 2003, 600, 606; dagegen: OLG Düsseldorf ZIP 2017, 521; OLG München ZIP 2007, 375, 277; Hüffer/Koch AktG, 2018, § 327b Rn. 5; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2015,

§ 327b Rn. 6; Singhof in: Spindler/Stilz, Aktiengesetz, 2019, § 327b Rn. 4; ders. Der Betrieb 2016, 1185; Bungert/Rogier, EWIR 2016, 293; Wasmann, Der Betrieb 2018, 3042; ders., Der Betrieb 2017, 1433; Slawik, EWIR 2017, 363; Popp, AG 2010, 1, 9; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 2012, Rn.103; Riegger in: Festschrift Priester, 2007, 661, 672; ausdrücklich offen gelassen OLG Stuttgart AG 2019, 262, 264).

Bewertungsziel ist es nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs den „vollen, wirklichen“ Wert der Anteile der Minderheitsaktionäre am beherrschten Unternehmen zu erfassen (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, juris Rn. 15). Das zu bewertende, in der Aktie verkörperte Anteilseigentum (Art. 14 Abs. 1 GG) vermittelt sowohl die mitgliedschaftliche Stellung des Aktionärs in der Gesellschaft als auch vermögensrechtliche Ansprüche. In vermögensrechtlicher Hinsicht umfasst die Beteiligung an einem Unternehmen nicht nur die Aussicht auf eine Dividende, sondern darüber hinaus den Anteil an der Vermögenssubstanz, auf den bei Auflösung und Liquidation ein Anspruch besteht (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, juris Rn. 25). Beim Unternehmensvertrag tritt dabei die gewinnunabhängige, in der Regel festbemessene Ausgleichzahlung nach § 304 AktG an die Stelle der sonst aus dem Bilanzgewinn auszuschüttenden Dividende und stellt wirtschaftlich nichts anderes dar als die Verzinsung der vom Aktionär geleisteten Einlage; die Entgegennahme der Ausgleichzahlung ist Fruchtziehung, während die Barabfindung gemäß § 305 AktG den Stamm des Vermögens repräsentiert, der durch die Ausgleichzahlung nicht angerührt wird (vgl. Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, juris Rn. 27).

Da die Fruchtziehung in Form der Ausgleichzahlung einen Teil der Beteiligung des Minderheitsaktionärs in vermögensrechtlicher Hinsicht darstellt, ist er bei der Kompensation für den Entzug der Beteiligung zwingend zu berücksichtigen. Ansonsten würde, weil der Barwert der Ausgleichzahlung – wie auch vorliegend – stets größer als Null ist, das – auch verfassungsrechtlich gebotene – Ziel eines vollständigen Wertausgleichs denknotwendig verfehlt, was unmittelbar einleuchtend ist, wenn die Vermögenssubstanz nahezu wertlos ist und mithin die

vermögenswerte Position des Anteilseigners praktisch ausschließlich aus der im Unternehmensvertrag zugesagten jährlichen Ausgleichszahlung besteht. Eine Berücksichtigung dieses Teils der Beteiligung des Minderheitsaktionärs erfolgt dabei auf der Grundlage der Entscheidung des 2. Zivilsenats vom 12. Januar 2016 (II ZB 25/14, juris) in Form einer Untergrenze der Abfindung nach § 327b AktG. Dabei bildet der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zufolge (vgl. BGH, Beschluss 12. Januar 2016 (II ZB 25/14, juris Rn. 30) der Barwert der Ausgleichszahlungen jedenfalls eine Untergrenze der Abfindung, wenn er dem Verkehrswert des Unternehmensanteils entspricht. Zwar kann vorliegend nicht von diesem Sonderfall ausgegangen werden, weil die Ausgleichszahlung durch den Senat nach dem Bewertungsstichtag merklich erhöht worden ist und dies für die Marktteilnehmer nicht, jedenfalls der konkreten Höhe nach nicht vorhersehbar war. Dies spielt aber keine Rolle. Denn auch im vorliegenden Fall bildet der Barwert eine vermögenswerte Position des Minderheitsaktionärs, die ihm jedenfalls in untrennbarem Zusammenhang mit dem Squeeze out entzogen wurde und für deren Verlust er vollständig zu entschädigen ist (vgl. BVerfGE 100, 289, 304 f.).

Hiergegen kann nicht mit Erfolg angeführt werden, der eigentliche Bewertungsgegenstand sei beim Squeeze out nicht die Aktie selbst, sondern die Gesellschaft, weswegen ein Anspruch des Minderheitsaktionärs gegen das herrschende Unternehmen, der der Gesellschaft nicht zukomme, für die Bewertung des eigentlichen Bewertungsobjektes keine Rolle spiele (vgl. Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327a AktG, 459 ff.; Riegger in: Festschrift Priester, 2007, 661, 669). Denn der Bundesgerichtshof spricht in seiner Entscheidung zum Barwert der Ausgleichszahlung zu Recht von dem „Wert der Minderheitsanteile“ (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, juris). Sodann heißt es weiter, dieser Wert könne mittelbar als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung ermittelten Wert des Unternehmens oder unmittelbar auf andere Weise ermittelt werden (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, juris Rn. 23). Hieraus ergibt sich, dass auch nach Auffassung des Bundesgerichtshofs der eigentliche Bewertungsgegenstand nicht das Unternehmen, sondern der Unternehmensanteil des Minderheitsaktionärs ist

(aA unter anderem Wasmann, DB 2017, 1433, 1436). Dieses Verständnis geht einher mit dem Wortlaut des § 327b Abs. 1 AktG. Denn nur wenn der eigentliche Bewertungsgegenstand der Unternehmensanteil ist, ist die ansonsten wegen ihrer Offenkundigkeit unverständlichen Anweisung im Gesetz, die Verhältnisse der Gesellschaft bei der Wertermittlung zu berücksichtigen, nachvollziehbar. Hinzu kommt, dass die Bewertung aus Sicht des Minderheitsaktionärs erfolgt und zu erfolgen hat. Diese zwingend subjektive Komponente der Bewertung bliebe ausgeblendet, stellte man auf das Unternehmen als Bewertungsobjekt ab. Schließlich ist das verfassungsrechtlich gebotene Ziel der Vorschrift die Kompensation des Minderheitsaktionärs. Dem Minderheitsaktionär wird aber sein Unternehmensanteil und nicht das gesamte Unternehmen entzogen, weshalb sich die Bewertung in § 327b AktG auch auf den Unternehmensanteil und nicht auf das gesamte Unternehmen zu beziehen hat, die Bewertung des Unternehmens – wie der Bundesgerichtshof zutreffend ausgeführt hat – nur ein mittelbarer Ansatz ist, um die dem Minderheitsaktionär aufgrund des Squeeze out entzogene Vermögensposition zu bewerten. Folglich steht der Umstand, dass der Ausgleichsanspruch nicht den Wert der Gesellschaft, sondern allein den Wert des Unternehmensanteils beeinflusst, seiner Berücksichtigung bei der Bemessung der Abfindungshöhe nicht entgegen.

Ob dabei auch im Fall der Verschmelzung der Bewertungsgegenstand der Unternehmensanteil des Gesellschafters ist oder ob in diesen Fällen nicht die von der Verschmelzung betroffenen Gesellschaften zu bewerten sind (so aber zu Recht OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 – 20 W 5/05, juris Rn. 33; OLG Frankfurt, Beschluss vom 3. September 2010 – 5 W 57/09, juris Rn. 27), bedarf keiner näheren Erörterung. Denn jedenfalls verbieten etwaige Bewertungsschwierigkeiten bei anderen Strukturmaßnahmen keine Berücksichtigung des Barwertes der Ausgleichszahlung beim Squeeze out. Zudem stellen sie sich auch im Fall einer Berücksichtigung des Börsenkurses. Gleichwohl hat das Bundesverfassungsgericht die Beachtung des Börsenkurses der übertragenden Gesellschaft bei der Verschmelzung als verfassungsrechtlich geboten angesehen (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022).

Soweit die Antragsgegnerin gegen eine Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlung bei der angemessenen Abfindung vorbringt, bei dem Anspruch auf Ausgleichszahlung handele es sich um einen schuldrechtlichen Anspruch gegenüber der Antragsgegnerin, der nicht der Aktie anhafte, ist dies auf der Grundlage der Rechtsprechung des Bundesgerichtshof grundsätzlich zutreffend (vgl. BGHZ 167, 299). So hat der Bundesgerichtshof entschieden, dass der Anspruch auf Abfindung nach § 305 AktG kein wertpapiermäßig in der Aktie verkörpertes Mitgliedschaftsrecht ist, sondern ein schuldrechtlicher Anspruch auf der Grundlage des Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrages gegen das herrschende Unternehmen. Dies gilt entsprechend für den hier in Rede stehenden Anspruch auf Ausgleichszahlung (vgl. BGH DB 2011, 1385 zit. nach juris Rn. 11; Riegger in: Festschrift Priester, 661, 672).

Der Bundesgerichtshof hat aber ebenfalls in der vorgenannten Entscheidung ausgeführt, dass der Abfindungsanspruch nach § 305 AktG und damit auch der Ausgleichsanspruch nach § 304 AktG aufgrund des Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrages stets originär in der Person eines jeden außenstehenden Aktionärs entsteht. Er ist zwar nicht in der Aktie verkörpert und haftet der Aktie damit nicht an. Er ist aber unmittelbar an die Stellung als außenstehender Aktionär der Gesellschaft gekoppelt (vgl. auch BGH DB 2011, 1385 zit. nach juris Rn. 11; Tebben, AG 2003, 600, 606). § 327a Abs. 1 AktG sieht vor, dass der Hauptaktionär vom Minderheitsaktionär die Übertragung seiner Aktien gegen die Gewährung einer angemessenen Barabfindung verlangen kann. Maßgeblich ist dabei nicht die Übertragung des Wertpapiers, sondern die hieran geknüpfte Folge des Ausschlusses der Minderheitsgesellschafter aus der Aktiengesellschaft und damit die Einbuße seiner Stellung als Minderheitsaktionär. Damit hat die Übertragung der Aktie nicht nur die Übertragung des Wertpapiers, sondern zwingend auch den Verlust des an die Stellung als außenstehender Aktionär gekoppelten Ausgleichsanspruchs zur Folge.

Ist – wie dargelegt – der Anspruch auf Zahlung eines Ausgleichs unmittelbar an die Stellung als außenstehender Aktionär und damit an das Anteilseigentum des Minderheitsaktionärs gekoppelt, würde seine Nichtberücksichtigung das

Bewertungsziel einer vollständigen Kompensation des Minderheitsaktionärs verfehlen. Denn der Anspruch auf Ausgleichszahlungen entfällt mit dem Squeeze out. Zwar lässt ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der abhängigen Gesellschaft den Bestand des Unternehmensvertrags unberührt. Die außenstehenden Aktionäre verlieren aber ihre Eigenschaft als Aktionäre der abhängigen Gesellschaft, womit eine Voraussetzung des § 304 AktG entfällt, so dass auch mit Wirksamwerden des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Anspruch aus § 304 AktG für zukünftige Ausgleichszahlungen entfällt (vgl. Riegger in: Festschrift Priester, 2007, 661, 663). Berücksichtigt man diese Einbuße nicht, ist der „wahre“ Wert des durch den Squeeze out entzogenen Anteilseigentums nicht erfasst.

Selbst wenn man konstruktiv zwischen dem durch die Aktie vermittelten Anteilseigentum und dem Anspruch auf Ausgleichszahlungen unterscheiden wollte, wäre der Entzug dieses Anspruchs bei der zu zahlenden Abfindung gleichwohl zu berücksichtigen. Denn der Barabfindungsanspruch soll, die volle wirtschaftliche Kompensation des Minderheitsaktionärs für den Verlust seiner mit dem Ausschluss aus der Gesellschaft verbundenen Rechtsposition sicherstellen (vgl. BTDrucks 14/7034, S. 32). Wäre dieser Ausschluss nicht nur mit dem Verlust des Aktienanteils, sondern auch zwangsläufig mit dem Verlust einer weiteren Rechtsposition, nämlich eines hiervon nicht erfassten schuldrechtlichen Anspruchs verbunden, wäre selbstverständlich auch dieser zusätzliche Rechtsverlust zu kompensieren.

Hiergegen lässt sich entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin nicht überzeugend einwenden, es entspreche der allgemeinen Ansicht, dass der Abfindungsanspruch nach § 327b AktG nicht durch den Wert des Abfindungsanspruchs nach § 305 AktG geprägt wird und dieser wiederum ebenfalls wie der Ausgleichsanspruch originär in der Person eines jeden außenstehenden Aktionärs entstehe. Hierbei zieht die Antragsgegnerin nämlich nicht hinreichend in die Betrachtung ein, dass der Anspruch nach § 305 AktG nicht durch den Squeeze out entzogen wird. Der unfreiwillige Verlust der Aktionärsstellung beseitigt das Wahlrecht und die aus seiner Ausübung folgende

Abfindungsberechtigung nicht (vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2006, 2379, 2382, MüKo/Paulsen, AktG, 2015, § 305 Rn. 36). Entsprechend führt der Squeeze out zwar zu einem Verlust der zukünftigen Ansprüche auf Ausgleichszahlung, lässt den Anspruch auf Abfindung nach § 305 AktG jedoch unberührt, weswegen der Abfindungsanspruch naturgemäß ebenfalls bei der Bemessung der vollen wirtschaftlichen Entschädigung für den Entzug der vermögensrechtlichen Stellung des Aktionärs (vgl. BVerfGE 100, 289, 304 f.) nicht zu berücksichtigen ist.

Auch bestehende Unterschiede zwischen dem Börsenkurs und dem Barwert der Ausgleichszahlungen vermögen eine mangelnde Berücksichtigung des Barwertes der Ausgleichszahlungen als Untergrenze der Abfindung nach § 327b AktG nicht zu begründen. Richtig ist zwar, dass der Barwert der Ausgleichszahlungen nicht dem Schutz der freien Deinvestitionsentscheidung des Minderheitsaktionärs unterfällt. Die Freiheit der Deinvestitionsentscheidung wird dadurch gewahrt, dass der Minderheitsaktionär als Abfindung den Betrag erhält, den er bei einem Verkauf der Aktien realisieren könnte. Dies ist der Börsenkurs und nicht der Barwert der Ausgleichszahlungen. Sofern Letzterer dem Börsenkurs im Wesentlichen entspricht, bedarf es keines zusätzlichen Schutzes mehr. Vergleichbar sind beide Aspekte aber mit Blick auf den Gedanken einer vollen Wertkompensation. Der Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung garantiert dem Minderheitsaktionär zumindest den Abfindungsbetrag, den er am Markt hätte für seinen Anteil realisieren können. Der Barwert der Ausgleichszahlung sichert ihm wenigstens die Einhaltung des ihm bei Abschluss des Vertrages in § 304 AktG gesetzlich gegebenen Versprechens, nämlich einer regelmäßig festen Ausgleichszahlung während der Laufzeit des Vertrages. Unter Berücksichtigung dieses Gesichtspunktes spielt es dann aber entgegen Popp (AG 2010, 1, 9) auch keine Rolle, dass es keinen dem Aktienmarkt vergleichbaren Markt für Ausgleichsansprüche gibt, anhand dessen sich der Wert des Anteils unmittelbar ablesen ließe.

Soweit es das weiterhin in diesem Zusammenhang von der Antragsgegnerin bemühte Argument anbelangt, im Gegensatz zum Börsenkurs könnten die Ausgleichszahlungen kompensationslos entzogen werden, überzeugt dies nicht.

Richtig ist zwar, dass das herrschende Unternehmen durch eine Kündigung des Unternehmensvertrags in der Lage ist, dem außenstehenden Aktionär die Ausgleichszahlungen zu entziehen, ohne zu einer Abfindung oder zu einer Kompensationsleistung verpflichtet zu sein. Hierauf kommt es aber auch nicht an. Denn der Barwert der Ausgleichszahlungen ist nicht deshalb zu berücksichtigen, weil er einen eigenständigen Wertbestandteil des Unternehmensanteils bildet, sondern weil er als besondere Ausgestaltung des Fruchtziehungsrechts für den Wert der Unternehmensbeteiligung von Bedeutung ist. Im Fall der Kündigung des Unternehmensvertrags wird nämlich nicht das Fruchtziehungsrecht entzogen, sondern es werden allein die Früchte ausgetauscht, nämlich die feste Ausgleichszahlung gegen die sodann wieder auflebende unsichere Dividende. Die Kündigung des Unternehmensvertrags hat mithin im Gegensatz zum Squeeze out gerade nicht den Entzug des Fruchtziehungsrechts zur Folge, sondern nur die bereits bei Vertragsabschluss in Betracht zu ziehende Möglichkeit, wieder die Früchte in Form von Dividenden statt Ausgleichszahlungen zu erhalten.

Für die Bewertung des Fruchtziehungsrechts ist auf den Wert der zu ziehenden Früchte abzustellen. Diese sind bei fortbestehendem Unternehmensvertrag die dem Minderheitsaktionär garantierten Ausgleichszahlungen. Da es um den Wert des nach § 327b AktG zu kompensierenden Entzugs des Fruchtziehungsrechts geht, führt ebenso die teilweise geäußerte Ansicht, es fehle für einen Wertersatz bereits an einer eigenständigen Anspruchsgrundlage auf Abfindung des Ausgleichs in bar (so etwa Riegger in: Festschrift Priester, 631, 674) von vorneherein in die Irre. Es geht nicht um eine eigenständige Anspruchsgrundlage, sondern um die in wertmäßiger Hinsicht sachgerechte Ausfüllung des in § 327b AktG gesetzlich festgeschriebenen Kompensationsanspruchs.

Wenig überzeugend ist ferner das weitere Gegenargument, der Barwert der Ausgleichszahlung ließe sich aufgrund der Kündigungsmöglichkeit des Unternehmensvertrags ohnehin nicht realisieren bzw. dem Minderheitsaktionär dürfe das Risiko einer späteren Vertragsbeendigung nicht genommen werden (vgl. Singhof DB 2016, 1185, 1187). Sofern es zu dem Bewertungszeitpunkt des Squeeze out keine Bestrebungen gab, den bestehenden Unternehmensvertrag zu

beenden, findet die denkbare Kündigung des Unternehmensvertrags als Bewertungsszenario auch keinen Eingang in die Bemessung der Ertragswertberechnung (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, juris Rn. 2 und 31). Anders ist die Situation insofern nur bei einer zum Bewertungsstichtag bestehenden Absicht der Vertragskündigung (vgl. Senat, Beschluss vom 5. Februar 2016 – 21 W 69/14, juris Rn. 36 ff.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. März 2010 – 5 W 32/09, juris Rn. 69 ff.; aA Ruiz de Vargas, AG 2016, 354, 359). Dass es sich bei dem unterstellten Fortbestand des Vertrages um eine vereinfachende, wenngleich regelmäßig getroffene (vgl. Popp, WPg 2018, 244, 247) Annahme handelt, ist nicht zu verkennen. Solche vereinfachenden Annahmen prägen aber generell die Bewertung eines Unternehmensanteils. Sie sind aufgrund der Komplexität und Unsicherheit der Zukunft unvermeidbar. Entsprechend lässt sich auch hieraus kein Argument gegen die Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlung ableiten, zumal – wie bereits dargelegt – dieselbe Annahme regelmäßig der Ertragswertberechnung zugrunde liegt.

Darüber hinaus findet das Risiko der Vertragsbeendigung tatsächlich Eingang in die Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlung. Denn die zukünftigen Ausgleichszahlungen werden mit dem Zinssatz für eine feste risikolose Anleihe zuzüglich eines Risikoaufschlags abgezinst. Der Risikoaufschlag repräsentiert einerseits einen etwaigen Zahlungsausfall des Schuldners der Ausgleichszahlungen, andererseits aber auch die Möglichkeit der Vertragskündigung und damit das Wiederaufleben einer der Höhe nach unsicheren Dividendenzahlung (vgl. Popp, WPg 2018, 244, 248). Das damit verbundene Risiko führt zu einer Wertminderung des Zahlungsstroms. Im Ergebnis unzutreffend ist daher die Hypothese, aufgrund der Zuerkennung des Barwerts der Ausgleichszahlung sei dem Minderheitsaktionär jegliches Risiko genommen.

Ferner steht einer Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlung bei der Festlegung der angemessenen Barabfindung nach § 327b AktG der Gleichbehandlungsgrundsatz (vgl. dazu Popp, AG 2010, 1, 11) schon deshalb

nicht entgegen, weil dieser richtiger Ansicht nach im Verhältnis von Mehrheits- und Minderheitsaktionär keine Anwendung findet (vgl. OLG Düsseldorf AG 1992, 200; Cahn/v. Spannenberg in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 53a Rn. 4). Die Abfindung nach § 327b AktG schuldet aber allein der Mehrheitsaktionär und nicht die Gesellschaft.

Weitere Gegenargumente sind auf der Grundlage der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zu Recht als nunmehr überholt anzusehen. Dies gilt zunächst für die Auffassung, einer Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlungen stünde das Stichtagsprinzip entgegen. Hierzu hat der Bundesgerichtshof klar Stellung bezogen und den Gedanken verworfen (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, juris Rn. 20). So hat er festgestellt, dass ein bestehender Unternehmensvertrag zu den Verhältnissen der Gesellschaft in dem nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt der Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre zählt, wenn er zu diesem Zeitpunkt noch Bestand hat und von seinem Fortbestand auszugehen ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, juris Rn. 20).

Damit ist dann aber auch ein aus dem Wortlaut von § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG abgeleitetes Argument gegen die Berücksichtigung der Ausgleichszahlungen hinfällig. Denn wenn der Unternehmensvertrag zu den Verhältnissen der Gesellschaft zählt, widerspricht eine Barabfindung, die sich an der Verpflichtung eines Dritten aufgrund dieses Vertrags gegenüber den Minderheitsaktionären orientiert, jedenfalls nicht dem Wortlaut der Vorschrift, die ja nur fordert, dass bei der Bemessung der Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung zu berücksichtigen sind.

Keine Rolle spielt ferner die Überlegung, der Barwert der Ausgleichszahlungen sei nicht zu berücksichtigen, weil er etwa das nicht betriebsnotwendige Vermögen nicht erfasse (vgl. OLG Düsseldorf AG 2000, 323). Denn es geht nur noch um die Frage eines Mindestwertes.

Nicht zu folgen vermag der Senat schließlich der Überlegung, eine Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlungen führe zu einer zu langen Verfahrensdauer, da zunächst die Höhe der Ausgleichszahlung in einem regelmäßig vorgelagerten, durch den Abschluss des Unternehmensvertrags veranlassten Spruchverfahren festgesetzt werden müsse. Zum einen stellt sich das Problem nur dann, wenn der Squeeze out zeitlich relativ kurz nach dem Abschluss des Unternehmensvertrages erfolgt. Zum anderen hat die Überlegung zu Recht auch keine Rolle bei der Frage gespielt, ob der Ertragswert neben dem Barwert der Ausgleichszahlung zu berücksichtigen ist, obwohl dies regelmäßig in erheblich größerem Maße zu einer Verlängerung der Verfahren führt.

b) Unter Anwendung vorstehender Grundsätze ergibt sich die angemessene Abfindung aus dem Barwert der Ausgleichszahlungen zum Bewertungsstichtag. Denn vorliegend übersteigt der Barwert der Ausgleichszahlungen sowohl den anteiligen Ertragswert als auch den Börsenkurs der Aktien.

aa) Der auf den Bewertungsstichtag bezogene Barwert der Ausgleichszahlung und damit die Höhe der angemessenen Abfindung beträgt 93,30 € je Stammaktie und 93,84 € je Vorzugsaktie.

Um den Barwert der Ausgleichszahlungen zu ermitteln, ist die Ausgleichszahlung mittels des am Bewertungsstichtag gültigen Verrentungszinssatzes unter Verwendung der Formel für die ewige Rente zu kapitalisieren.

aa) Für die Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlungen ist zunächst auf die im Parallelverfahren (21 W 15/11, juris) rechtskräftig ermittelte Ausgleichszahlungen für Vorzugs- respektive Stammaktien abzustellen. Diese beträgt nach Abzug der persönlichen Ertragssteuern in Höhe von 17,5 % 3,50 € je Vorzugsaktie und 3,48 € je Stammaktie. Soweit die Antragsgegnerin vorträgt, es seien bei der Kapitalisierung nur die zum Bewertungsstichtag tatsächlich geschuldeten Ausgleichszahlungen in Höhe von 3,16 € je Vorzugsaktie und 3,14 € je Stammaktie, wie sie im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgesetzt worden waren, zu berücksichtigen, vermag sich der Senat dieser

Überlegung nicht anzuschließen. Dies ergibt sich entgegen einer teilweise in der Literatur geäußerten Ansicht auch nicht aus dem Stichtagsprinzip (vgl. dazu Popp, WPg 2018, 244, 246 f.) Geschuldet waren von Anfang an angemessene Ausgleichszahlungen, deren Höhe in dem sich anschließenden Spruchverfahren gerichtlich festgesetzt worden ist, wobei die Festsetzung nicht nur die Behörden, sondern auch die Gerichte bindet (vgl. Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 13 SpruchG Rn. 3). Dass diese Festsetzung erst nach dem Bewertungsstichtag erfolgen konnte, vermag hieran nichts zu ändern. Denn die gerichtliche Entscheidung wirkt – wie sich aus § 13 SpruchG ergibt – auf den Bewertungsstichtag des Unternehmensvertrags zurück (so auch Wasmann, DB 1433, 1435 mwNachw). Folglich steht auch das Stichtagsprinzip mit Blick auf den Squeeze out der Heranziehung der rechtskräftig festgestellten Ausgleichszahlung nicht entgegen, da der Stichtag des Squeeze out zeitlich nach dem Bewertungsstichtag für die Bemessung der angemessenen Abfindung im Rahmen des Unternehmensvertrags liegt.

Wollte man dies anders sehen, wäre aus Sicht des Bewertungsstichtags eine Prognose über die Höhe der zu erwartenden, angemessenen Ausgleichszahlung bzw. deren Festsetzung im anhängigen Spruchverfahren hierzu anzustellen. Die in der Literatur als selbstverständlich unterstellte Annahme, eine gerichtlich festgesetzte Erhöhung werde nicht erfolgen, weshalb die vertraglich vorgesehene Ausgleichszahlung als angemessen anzusehen und damit für die Festsetzung des Barwerts der Ausgleichszahlung heranzuziehen sei, greift auch aus betriebswirtschaftlicher Sicht ersichtlich zu kurz. Gleichzeitig sind etwaige Urteile über bestrittene Schadensersatzansprüche der Gesellschaft gegen Dritte im Rahmen der Ertragswertberechnung entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin tatsächlich bereits deswegen anders zu behandeln, weil solche Urteile anders als die gerichtliche Festsetzung des angemessenen Ausgleichs nicht inter omnes, sondern nur inter partes Bindungswirkung entfalten.

bb) Mit Blick auf den am 14. Dezember 2005 als Bewertungsstichtag gültigen Verrentungszinssatz wird dem Landgericht sowie der herrschenden Meinung folgend ein Verrentungszinssatz unterstellt, der dem Basiszins zuzüglich der

Hälfte des Risikozuschlages für die Gesellschaft entspricht (vgl. hierzu Popp, WPg 2018, 244, 248 mwNachw). Diese liegt unter Berücksichtigung eines nicht gerundeten Basiszinses sowie des eigenen Betas der Gesellschaft bei 3,81 %.

aaa) Der Basiszinssatz entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi) risikofreie Anlage. Die Antragsgegnerin hat den Basiszins methodisch bedenkenfrei (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Juni 2010 – 5 W 39/09, juris) aus der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank abgeleitet. Hierbei ist unter Berücksichtigung der Wachstumsannahmen ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszins ermittelt und der Bewertung zugrunde gelegt worden. Dieses Vorgehen hat bereits mehrfach die Billigung des Senats gefunden (vgl. Senat, Beschluss vom 2. Mai 2011 - 21 W 3/11, juris Rn. 48) und entspricht dem üblichen Vorgehen in der Praxis (vgl. etwa WP Handb 2008, Teil A S. 106). Zusätzlich hat man zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sich an einem Dreimonatsdurchschnitt orientiert (vgl. dazu Senat, Beschluss vom 5. Dezember 2013 – 21 W 36/12, juris Rn. 72 ff.). Hieraus ergibt sich der im Prüfbericht genannte Wert von 4,2 % vor Abzug persönlicher Steuern.

Allerdings liegt dem Übertragungsbericht für die Ermittlung des Basiszinses ein Zeitraum vom 1. Juli bis zum 30. September 2005 zugrunde. Gleichzeitig erfolgte zulasten der Minderheitsaktionäre eine Aufrundung auf einen Viertelprozentpunkt und damit auf 4,25 % (vgl. Prüfbericht S. 18).

Der von den drei Monaten unmittelbar vor dem Bewertungsstichtag abweichende Zeitraum (vgl. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2015 - 21 W 26/13, juris Rn. 42 ff.; OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014 – 31 Wx 211/13, juris Rn. 19; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29. Februar 2012 – 26 W 2/10, juris Rn. 38) ist ebenso wie die vorgenommene Aufrundung zulasten der Minderheitsaktionäre (vgl. Senat, Beschluss vom 29. Januar 2016 - 21 W 70/15, juris Rn. 59) zu korrigieren. Bezogen auf den Dreimonatszeitraum vom 13. September bis einschließlich dem 12. Dezember 2005, also dem letzten Tag vor der beschlussfassenden Hauptversammlung, ergibt sich nach der insoweit nicht in Frage gestellten ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin (Bl.

3386 d. A.) auf Basis der veröffentlichten Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank unter Berücksichtigung einer einheitlichen Wachstumsrate ein einheitlicher Basiszinssatz von 3,9190 % vor Steuern. Dieser Zins ist der Berechnung des Barwerts zugrunde zu legen.

Soweit die Antragsgegnerin ebenso wie die sachverständige Prüferin sich für eine Aufrundung des Basiszinses auf 4,0 % ausspricht, vermag der Senat diesem Ansatz nicht zu folgen. Angeführt wird hierfür zunächst, dass ohne die Rundung die organisatorische Handhabbarkeit der Unternehmensbewertung im Rahmen von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen sonst nicht gewährleistet sei. Insoweit ist es der Mehrheitsaktionärin aber unbenommen, eine Abrundung zugunsten der Aktionäre vorzunehmen. Entscheidet sie sich gleichwohl gegen eine Abrundung zugunsten der Minderheitsaktionäre hat sie die Richtigkeit des von ihr ermittelten Basiszinses auch zum maßgeblichen Bewertungsstichtag sicherzustellen. Hierbei kommt ihr zugute, dass geringfügige Abweichungen der gewährten von der seitens des Gerichts ermittelten angemessenen Abfindung nicht zu einer gerichtlichen Korrektur führen (vgl. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2015 – 21 W 26/13, juris Rn. 80 ff.; Beschluss vom 20. Februar 2012 – 21 W 17/11, juris Rn. 79), so dass geringfügige Schwankungen zwischen dem Tag, an dem die Bewertung beendet wurde, und dem maßgeblichen Bewertungsstichtag ohnehin regelmäßig keine Auswirkungen zeitigen. Weshalb dennoch im Rahmen der gerichtlichen Überprüfung ein zum Bewertungszeitpunkt bekannter zutreffender Wert gleichwohl von vorneherein nicht herangezogen werden soll, ist nicht ersichtlich.

Hiergegen spricht ferner nicht das weitere von der Antragsgegnerin angeführte Argument, die Bewertung habe aus einer ex ante Sicht zu erfolgen. Hiergegen wird selbstverständlich nicht verstoßen, da der Basiszins zum Bewertungsstichtag zugrunde gelegt wird, und nicht eine Zinsentwicklung nach dem Bewertungsstichtag Berücksichtigung findet. Entsprechend hat die sachverständige Prüferin etwa zur Stützung ihrer Auffassung zum Betafaktor der Gesellschaft bei den Betafaktoren der Vergleichsunternehmen zutreffend auch

deren Aktienkurse bis zum Bewertungsstichtag und nicht nur bis zum Ende der Bewertung berücksichtigt.

Schließlich steht der Heranziehung des ungerundeten Zinses auch nicht dessen Schätzcharakter entgegen. Zutreffend ist zwar, dass auch der Zins einer vollkommen risikofreien Alternativenanlage am Markt nicht beobachtbar ist und daher auf eine Konvention zurückgegriffen wird, auf deren Grundlage man dem theoretischen Wert möglichst nahe zu kommen versucht. Auf der Grundlage dieser Konvention lässt sich der Zins aber exakt berechnen, weswegen der mit der Rundung verbundene Informationsverlust auch unter diesem Gesichtspunkt nicht zu rechtfertigen ist, zumal der gerundete Wert eines Schätzers kein besserer, sondern ein schlechterer Schätzer als der ungerundete Wert ist. Wenn man aber entgegen der vom Senat in seiner ständigen Rechtsprechung vertretenen Auffassung dem mit der Konvention verbundenen Schätzcharakter überhaupt Rechnung tragen wollte, wäre dies tendenziell mit einer (minimalen) Ab- und nicht mit einer Aufrundung des Zinses verbunden. Denn der Umstand, dass auch die für die Ermittlung des Basiszinses herangezogenen Umlaufrenditen von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzbriefen ein sehr kleines Restrisiko aufweisen, führt zu einem gegenüber einer völlig risikolosen Anleihe höherem und nicht zu einem niedrigeren Zins.

Zutreffend weist die Antragsgegnerin allerdings darauf hin, dass der Senat mit seiner Auffassung zur Rundung von der Ansicht anderer Oberlandesgerichte abweicht (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 06.08.2019 – 31 Wx 340, 17 juris, Rn. 50; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015 – 12a W 7/15, juris Rn. 80 und Beschluss vom 15. November 2012 - 12 W 66/06 , juris Rn. 149; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012 - I-26 W 8/10, juris Rn. 42). Eine Vorlage der Frage der Zulässigkeit der Rundung an den Bundesgerichtshof kommt gleichwohl schon deshalb nicht in Betracht, weil es sich hierbei um eine tatsächliche Frage der Schätzgrundlage und nicht um eine rechtliche Frage handelt (vgl. dazu ausführlich BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, juris Rn. 11 ff.). Insbesondere sieht sich der Senat nicht aufgrund verfassungsrechtlicher Vorgaben daran gehindert, den (eigentlich bevorzugten)

gerundeten Zins für die eigene Schätzung bzw. die eigene Berechnung der Ausgleichszahlung heranzuziehen, sondern hält in tatsächlicher Hinsicht den ungerundeten Zins für die geeignetere Schätzgrundlage.

bbb) Der vorgenannte Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, da es sich bei den jährlichen Ausgleichszahlungen um keine quasi risikolose Zahlungsreihe wie bei einer Bundesanleihe handelt (vgl. Senat, Beschluss vom 7. Juni 2011 – 21 W 2/11, juris Rn. 37; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 10/06, juris Rn. 69).

(1) Regelmäßig wird dabei als Zuschlag für die Ermittlung des Barwertes der Ausgleichszahlungen ein Wert angenommen, der unter dem Risikozuschlag für die Ertragswertberechnung liegt. In der Praxis der Unternehmensbewertung ist es insoweit üblich, die Hälfte des entsprechenden Zuschlages heranzuziehen, der für die Ertragswertberechnung ermittelt worden ist (vgl. dazu Senat, Beschluss vom 15. Oktober 2014 – 21 W 64/13, juris Rn. 43; OLG Frankfurt, Beschluss vom 16. Juli 2010 – 5 W 53/09, juris Rn. 52 ff.; Beschluss vom 15. Februar 2010 – 5 W 52/09, juris; OLG München AG 2008, 28, 32; Popp, WPg 2018, 244, 248, ders., WPg 2006, 436, 439; Ruthard, Der Konzern 2013, 615, 621). Dem schließt sich der Senat auch im vorliegenden Fall an.

Allein auf das geringere Zahlungsausfallrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin der Ausgleichszahlungen abzustellen ist im Rahmen der vorliegenden Vertragsgestaltung nicht sachgerecht, da hierdurch das Risiko einer Kündigung des Unternehmensvertrags ausgeblendet bliebe. Diese Auffassung hat – worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist – der Senat bereits im Rahmen seines Beschlusses zum Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vertreten (vgl. Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11, juris).

Gleichzeitig ist es aber erst recht entgegen der Auffassung einiger Antragsteller nicht sachgerecht, auch das Zahlungsausfallrisiko der Antragsgegnerin auszublenden. Soweit die Antragsteller darauf abstellen, es müsse gemäß § 327b Abs. 3 AktG eine Bankbürgschaft gestellt werden, übersehen sie, dass eine solche

Verpflichtung für den gemäß § 304 AktG zu zahlenden angemessenen Ausgleich nicht besteht und es hierbei allein um den möglichen Ausfall der Ausgleichszahlungen aufgrund einer Insolvenz der Schuldnerin geht. Dass dem Minderheitsaktionär als „Sicherheit“ seine insoweit wertlose Aktie verbleibt, vermag das Risiko nicht zu kompensieren.

(2) Den Risikozuschlag für die Ertragswertberechnung schätzt der Senat auf 2,37 % nach Steuern.

Diese Schätzung erfolgt auf der – nicht zu beanstandenden (vgl. OLG Düsseldorf, WM 2009, 2220, 2226) – theoretischen Basis des (Tax-) Capital Asset Pricing Modell (CAPM). Hiernach wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie), mit einem das unternehmensspezifische Risiko abbildenden Faktor (Betafaktor) multipliziert (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 158).

a) Die Antragsgegnerin hat eine Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,5 % zugrunde gelegt. Bei der Marktrisikoprämie handelt es sich um eine mit hohen Unsicherheiten behaftete Schätzung, die keiner endgültigen Klärung zugeführt werden kann. Zugleich liegt der Wert von 5,5 % innerhalb der empfohlenen Spanne des IDW für den hier maßgeblichen Bewertungsstichtag. So hat der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW für den Zeitraum ab dem 10. Dezember 2004 bis zum Juli 2007 Werte für die Marktrisikoprämie nach Steuern zwischen 5 % und 6 % für angemessen erachtet. Der hier herangezogene Wert von 5,5 % liegt genau in der Mitte des vorgenannten Intervalls.

Soweit der Senat in früheren Entscheidungen aus Rechtsgründen für Bewertungszeitpunkte vor dem 10. Dezember 2004 eine Reduktion der Marktrisikoprämie auf 4,5 % für notwendig erachtet hat, wird hieran nach der Entscheidung des Bundesgerichtshofs zur Anwendung des jeweils aktuellen Bewertungsstandards (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB

23/14, juris) nicht festgehalten (vgl. bereits Senat, Beschluss vom 8. Juli 2016 – 21 W 21/14, juris Rn. 96).

Entsprechend hat der Senat für einen Bewertungsstichtag am 30. Juli 2004 – also ein knappes halbes Jahr vor dem hier maßgeblichen Stichtag – eine Marktrisikoprämie von 5,5 % bereits gebilligt (vgl. Beschluss vom 20. Juli 2016 – 21 W 21/14, juris).

Vor diesem Hintergrund ist die im Übertragungsbericht ausgewiesene Marktrisikoprämie von 5,5 % als eine geeignete Grundlage für die Schätzung des Senats anzusehen und bedarf keiner Korrektur.

Von dieser Einschätzung abzuweichen geben auch die Einwände der Antragsteller keine Veranlassung. Insbesondere ist der Einwand einiger Antragsteller verfehlt, es sei anhand der konkreten Unternehmensstruktur eine Marktrisikoprämie der Gesellschaft zu ermitteln. Diese Aufgabe kommt nicht der Marktrisikoprämie, sondern dem Betafaktor zu (vgl. Luiz de Vargas in Bürgers/Körper, Aktiengesetz, 2014, Anh 305 Rn. 45).

Auch die erneut von einigen Antragstellern im Beschwerdeverfahren aufgegriffene Diskussion, ob die Marktrisikoprämie anhand des arithmetischen oder des geometrischen Mittels bestimmt werden sollte, gibt zu einer geänderten Einschätzung keine Veranlassung. Zum einen handelt es sich – wie nicht zuletzt auch die Ausführungen der Antragsgegnerin sowie die dort zitierte Fachliteratur zeigen (vgl. Bl. 3142 ff. d. A. sowie Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2009, S. 94 ff.) – um eine weiterhin in der Betriebswissenschaft umstrittene Frage, deren Klärung nicht innerhalb eines Gerichtsverfahrens erfolgen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12, juris). Vielmehr ist insoweit davon auszugehen, dass die Einwände gegen die arithmetische Mittelwertbildung im Rahmen der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion jedenfalls nicht dazu führen, dass eine anhand des arithmetischen Mittels abgeleitete Marktrisikoprämie nicht als geeignete Grundlage für eine Schätzung des Gerichts angesehen werden kann.

Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass derzeit eine Tendenz in der Wissenschaft erkennbar ist, wonach das arithmetische Mittel für die hier relevante Schätzung eines Abzinsungsfaktors als die geeignetere Mittelwertbildung angesehen wird (vgl. Franken/Dörschell/Schulte, Kapitalkosten für die Unternehmensbewertung, 2014, S. 33).

Zum anderen sind in die vom IDW vorgeschlagene Höhe der Marktrisikoprämie, die sich stark an die Ausführungen von Stehle anlehnt, sowohl Überlegungen zur arithmetischen als auch zur geometrischen Mittelwertbildung eingeflossen, so dass dem Wert eine Entscheidung für die eine oder andere Theorie überhaupt nicht zu entnehmen ist (vgl. dazu auch Senat, Beschluss vom 5. März 2012 - 21 W 11/11, juris Rn. 62; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006, 1005, 1019; vgl. ferner OLG Stuttgart, Beschluss vom 18.12.2009 - 20 W 2/08, juris Rn. 229 ff.).

β) Den Betafaktor schätzt der Senat dem gerichtlich bestellten Sachverständigen folgend auf 0,46. Er ergibt sich nach einer Anpassung an die zukünftige Kapitalstruktur aus dem eigenen, unverschuldeten Betafaktor der Gesellschaft in Höhe von 0,4.

αα) Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zur Rendite des Marktportfolios verhält. Er drückt demnach - einen effizienten Kapitalmarkt unterstellt - die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus. Hierzu misst der Betafaktor das systematische Risiko einer Aktie und beschreibt, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist. Insoweit reflektiert die Höhe des Betafaktors gemäß dem Bewertungskalkül des Tax-CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Maßgeblich für die Unternehmensbewertung ist das zukünftige Risiko der Gesellschaft, da der Betafaktor als Bestandteil des

Kapitalisierungszinssatzes für die Diskontierung der zukünftigen Zahlungsströme des Unternehmens herangezogen wird.

Dies bedeutet, dass der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern wie die Marktrisikoprämie ein ebenfalls nur durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert ist. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors kann der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst sein. Es können aber auch die Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder in Ausnahmefällen auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios herangezogen werden (vgl. Senat, Beschluss vom 30. August 2012 - 21 W 14/11, juris Rn. 72; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, juris Rn. 163).

Bei einem börsennotierten Unternehmen ist zur Ableitung des künftigen systematischen Risikos der Gesellschaft grundsätzlich der historische unternehmensindividuelle Betafaktor heranzuziehen, wenn dieser verlässlich ermittelt werden kann und zugleich seine zeitliche Stabilität in der Zukunft zu erwarten ist (vgl. Senat, Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12, juris Rn. 83). Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos der Gesellschaft auf Basis des Betafaktors einer Gruppe von vergleichbaren Unternehmen ist für börsennotierte Unternehmen demgegenüber nach Auffassung des Senats nur dann vorzuziehen, wenn der historische Betafaktor des Bewertungsobjekts nicht verlässlich ermittelt werden kann, d.h. wenn er nicht belastbar ist, oder wenn er sich aufgrund wesentlicher Veränderung für eine Prognose des unternehmerischen Risikos nicht bzw. schlechter als ein aus einer Peer Group abgeleiteter Betafaktor eignet (vgl. Sachverständigengutachten Rn 58). Denn der eigene Betafaktor der Gesellschaft spiegelt im Zweifelsfall das systematische, operative Risiko der Gesellschaft unmittelbar wider und ist somit der beste Indikator für den zukünftigen Betafaktor. Demgegenüber ist – wie der Sachverständige überzeugend dargelegt hat – die Nichtbetrachtung des unternehmenseigenen Betas stets mit Einbußen des Vergleichsbareitsniveaus verbunden. Unabhängig von dem gewählten Ansatz ist der ermittelte (unlevered)

Betafaktor anschließend an die zukünftige Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen (sogenanntes Relevern), da ein hoher Verschuldungsgrad einer Gesellschaft regelmäßig mit einem hohen finanziellen Risiko korreliert.

β) Im Übertragungsbericht ist der Betafaktor mit 0,5 veranschlagt. Dabei ist nicht der eigene Betafaktor der Gesellschaft herangezogen worden, da dieser – allerdings im Übertragungsbericht ohne nähere Erläuterung (vgl. Prüfbericht S. 80) – als nicht aussagekräftig eingeschätzt worden ist. Im Verfahren hat die Antragsgegnerin und nach einem entsprechenden Beweisbeschluss des Senats ergänzend die sachverständige Prüferin hierzu sodann dargelegt, dass der Kurs seit der Übernahmeankündigung im März 2003 durch die Antragsgegnerin vornehmlich von Übernahmespekulationen geprägt gewesen sei und keine Aussagekraft mehr über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung der Wella AG gehabt habe. Statt den eigenen Kurs der Wella AG zur Bestimmung heranzuziehen, hat man eine Peer Group aus 9 Unternehmen der Konsumgüterindustrie gebildet, die zwar in Bezug auf die Unternehmensgröße und Markenstärke mit der Wella AG vergleichbar sind, aber – bis auf die L'Oréal S.A. – deutlich unterschiedliche Produktbereiche aufweisen. Hieraus hat man anhand des Medians für die Regression monatlicher Renditen über einen Beobachtungszeitraum von fünf Jahren einen relevered Betafaktor in Höhe von etwa 0,6 abgeleitet, wobei als Vergleichsindex ein jeweils landesspezifischer Index (z.B. der DAX für Deutschland) gewählt wurde. Zusätzlich wurde allerdings berücksichtigt, dass die Einbettung der Wella AG in den Konzern der Antragsgegnerin Veränderungen in der Risikostruktur der Wella AG mit sich brachten, die auf eine Verringerung des systematischen Risikos schließen lassen. Deswegen setzte man den Betafaktor nur mit 0,5 an.

Demgegenüber hat der gerichtlich bestellte Sachverständige den Betafaktor sehr gut nachvollziehbar und überzeugend aus den eigenen Aktienkursen der Gesellschaft hergeleitet und ist hierbei zu einem unlevered Beta von 0,4 gelangt.

Hierzu hat der Sachverständige zunächst die Aktienkurse der Wella AG für Stammaktien und Vorzugsaktien getrennt auf der Basis verschiedener

Referenzindices, Renditeintervalle und Beobachtungszeiträume auf ihre Aussagekraft hin untersucht.

Als maßgebliches Untersuchungskriterium hat der Sachverständige in Einklang mit der moderneren wirtschaftswissenschaftlichen Literatur (vgl. Knoll WPg 2010, 1106) nicht statistische Verfahren wie das Bestimmtheitsmaß R^2 oder den t – Test herangezogen, da ein nicht statistisch signifikant von Null verschiedener Betafaktor zwar ein Indikator dafür sein kann, dass der Betafaktor nicht belastbar ist. Insoweit ist ein nicht vorhandenes systematisches Risiko wenig wahrscheinlich. Aber gleichwohl stehen Betafaktoren von Null grundsätzlich im Einklang mit dem CAPM und zeigen lediglich ein systematisches Risiko von Null an. Vielmehr hat der Sachverständige zu Recht entscheidend auf die Liquidität des Marktes abgestellt (kritisch Knoll/Kruschwitz/Lorenz, ZBB 2019, 189). Denn Voraussetzung für einen aussagekräftigen Betafaktor ist, dass sich die Aktienrenditen sachlich und zeitlich unverzerrt an die Änderungen der ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen. Wesentliche Bedingung für einen unverzerrten Anpassungsprozess ist neben institutionellen Gegebenheiten für einen liquiden Handel insbesondere ein hinreichender tatsächlicher Handel. Wie die hinreichende Liquidität eines Marktes zu bestimmen ist, ist zwar in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur nicht abschließend geklärt. Der Sachverständige hat jedoch nachvollziehbar dargelegt, dass er als Liquiditätsmaße die Geld – Brief – Spanne, das Handelsvolumen und die Transaktionshäufigkeit vorrangig für geeignet halte und auf der Grundlage seiner sachverständigen Erfahrung eine hinreichende Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren nicht mehr für gegeben hält, wenn die Geld – Brief – Spanne größer als 1,25 %, der Handelsumsatz kleiner als 115.000 € sei und zudem weniger als 45 Transaktionen im Durchschnitt pro Tag feststellbar sind.

Im Ergebnis hat der Sachverständige – insoweit im Einklang mit der sachverständigen Prüferin – die Kurse der Stammaktie der Wella AG in einem fünfjährigen Zeitraum vor Bekanntgabe des Squeeze out für nicht hinreichend aussagekräftig gehalten. Demgegenüber könne für die Vorzugsaktie der Wella AG davon ausgegangen werden, dass zumindest für einen Großteil des

Betrachtungszeitraums eine hinreichende Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren vorliege.

In einem weiteren Schritt hat der Sachverständige sodann die Kurse der Vorzugsaktien näher untersucht. Er hat sich dabei wegen der größeren Anzahl der Messpunkte und der damit verbundenen höheren statistischen Güte der Messungen für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditeintervallen entschieden. Bei täglichen Renditeintervallen sei demgegenüber die Gefahr einer Verzerrung der Ergebnisse durch Autokorrelationen und Heteroskedastizität groß, ein kürzerer Beobachtungszeitraum etwa von nur zwei Jahren führe demgegenüber zwar zu einer größeren Aktualität der beobachteten Kurse, weise gleichzeitig aber den Nachteil weniger Beobachtungspunkte auf. Diese Einschätzung des Sachverständigen ist zwar nicht zwingend. So wird – worauf auch die Antragsgegnerin zu Recht hinweist – häufig ein zweijähriger Beobachtungszeitraum mit wöchentlichen Renditen bevorzugt (vgl. Senat, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11, juris Rn. 80; OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Dezember 2010 – 5 W 51/09, juris Rn. 63). Letztlich kommt es insoweit aber auf eine jeweilige Bewertung des Einzelfalls an und für den hier vorliegenden Fall ist die ausführlich begründete sachverständige Einschätzung überzeugend.

Sodann hat der Sachverständige verschiedene Endpunkte für den fünfjährigen Beobachtungszeitraum eingehend analysiert und ist hierbei auf der Grundlage einer Analyse des Verlaufs der Betafaktoren vor dem Hintergrund der Unternehmenshistorie zu der Überzeugung gelangt, dass die Betafaktoren zwischen November 2003 bis zum Ausscheiden der Wella AG aus dem MDAX am 20. September 2004 ein realistisches Abbild der auch nach dem Bewertungsstichtag für die Zukunft zu erwartenden ökonomischen Verhältnisse der Gesellschaft und zugleich einen stabilen Verlauf aufweisen würden. So habe sowohl die Liquiditätsanalyse als auch die Analyse des Betafaktors der Wella AG im Zeitablauf darauf hingedeutet, dass die Berücksichtigung des Zeitraums nach dem 20. September 2004 tendenziell zu einer Verzerrung der Betafaktoren geführt

habe. Gleichzeitig habe sich mit der Wirksamkeit des Erwerbs eines großen Pakets von Aktien der Wella AG seitens der Antragsgegnerin im September 2003 ein signifikanter Rückgang der Betafaktoren ergeben, der auf die Reduzierung des systematischen Risikos der Wella AG durch die sodann erfolgte Eingliederung in den Konzern der Antragsgegnerin zurückzuführen sei. Ziehe man diesen Beobachtungszeitraum heran, so sei ein Wert des unlevered Beta in einem Intervall zwischen 0,3 und 0,4 anzunehmen, wobei der Sachverständige als Referenzindex sowohl den lokalen deutschen CDAX als auch den weltweiten FTSE All-World Index in seine Untersuchungen einbezogen hat.

Schließlich hat der Sachverständige unter Heranziehung einer Peer Group sowie der sich daran anschließenden Gesamtschau einen Betafaktor von 0,4 am oberen Ende des für plausibel erachteten Intervalls für zutreffend erachtet.

Soweit die Antragsgegnerin zahlreiche Einwände gegen dieses nachvollziehbare Vorgehen vorgebracht hat, vermag sie hiermit im Ergebnis nach Auffassung des Senats auf der Grundlage der ergänzenden Stellungnahme des gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht durchzudringen. Zuzustimmen ist der Antragsgegnerin zwar grundsätzlich darin, dass die Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos stets ein wertender Prozess des Schätzens ist und daher die ermittelten Ergebnisse bei aller Sorgfalt nie im engeren Sinne zwingend sein können. Daher geht auch der Einwand der Antragsteller fehl, der Sachverständige habe (zumindest) auf den Mittelwert des ermittelten Intervalls von 0,3 bis 0,4 als mithin auf einen Wert von 0,35 abstellen müssen. Doch zieht die Antragsgegnerin aus Sicht des Senats nicht hinreichend die Angreifbarkeit der alternativen Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer Group in Betracht. Mögen zwar die eigenen Kurse der Gesellschaft zeitweise das wirtschaftliche Risiko der Wella AG etwa aufgrund des öffentlichen Angebots der Antragsgegnerin und hierdurch befeuerte Spekulationen im Markt nicht optimal abbilden, so ist nach Auffassung des Senats ein Abstellen auf eine Gruppe von Vergleichsunternehmen, bei denen letztlich nur ein Unternehmen einen der Wella AG vergleichbaren Produktmix aufweist und alle Vergleichsunternehmen gerade nicht eine der Wella AG vergleichbare Einbindung in einen Konzern widerspiegeln,

deutlich weniger überzeugend. So ist im Gegensatz zu dem Ansatz des Sachverständigen der im Übertragungsbericht vorgenommene, beachtliche Abschlag in Höhe von 0,1 vom ermittelten Beta der Peer Group der Sache nach zwar nachvollziehbar, der Höhe nach aber ohne jeglichen nachvollziehbaren Anhalt erfolgt. Dass am Ende dieser Abschlag der Größenordnung nach zu einem realistischen Ergebnis geführt hat – so liegt der Antragsgegnerin zufolge dem von ihr ermittelten relevered Betafaktor von 0,5 ein unlevered Faktor von 0,41 und damit ein dem vom Sachverständigen vergleichbarer Wert zugrunde – vermag das Vorgehen des Sachverständigen als vorzugswürdig nicht in Frage zu stellen, sondern bestätigt im Gegenteil die Darlegungen des Sachverständigen.

Dies gilt auch, soweit die Antragsgegnerin einwendet, die Begrenzung des plausiblen Intervalls von Werten bis 0,41 auf Werte bis 0,4 sei nicht nachvollziehbar, da die ermittelten, vom Sachverständigen grundsätzlich für belastbar erachteten Werte zwischen 0,3 und 0,41 gelegen hätten. Der Sachverständige hat diese Einschränkung mit dem Argument vorgenommen, er wolle eine Scheingenaugigkeit vermeiden. Dieser Ansatz ist zwar in der Tat nicht zwingend. Allerdings ändert sich hierdurch am Ergebnis nichts, da die weiteren Untersuchungen des Sachverständigen nur die qualitative Einschätzung zutage gefördert hat, dass der heranzuziehende Wert eher am oberen Ende des ermittelten Intervalls liegen würde. Diese Einschätzung erfüllt aber auch der vom Sachverständigen aufgrund seiner sachverständigen Erfahrung letztlich befürwortete und in der mündlichen Verhandlung nochmals ausdrücklich bestätigte Wert von 0,4.

Ebenso vermag die Antragsgegnerin nicht mit dem Einwand durchzudringen, die vom Sachverständigen ermittelten Betafaktoren fußten auf Beobachtungspunkten, die bis in den November 1998 zurückreichen würden und daher nicht aussagekräftig seien. Zutreffend ist hieran, dass damit beobachtete Werte in die Analyse Eingang gefunden haben, die zum Teil zeitlich sehr weit vom eigentlichen Bewertungsstichtag entfernt sind. Jedoch hat der Sachverständige auf Nachfrage des Senats in der mündlichen Verhandlung ausdrücklich bestätigt, dass auch zu dieser Zeit der Markt für die Vorzugsaktien der Wella AG hinreichend liquide war,

mithin auch diese Kurse für eine Ermittlung des Betas der Gesellschaft grundsätzlich herangezogen werden konnten. Zwar – so der Sachverständige – sei die Datenlage vor dem Jahr 2000 nicht mehr ganz vollständig, da nur noch Daten für das Handelsvolumen zugänglich seien. Diese vorhandenen Daten würden aber darauf hinweisen, dass die Märkte für Vorzugsaktien der Wella AG auch in diesem Zeitraum hinreichend liquide waren. Dass die ökonomischen Verhältnisse der Gesellschaft in dieser Zeit teilweise andere waren, liegt in der Natur der Ermittlung des Betafaktors auf der Basis historischer Aktienkurse, vermag jedoch – wie die sorgfältige Analyse des Sachverständigen gezeigt hat – die Validität der beobachteten Betafaktoren in dem Zeitraum vor dem Ausscheiden der Wella AG aus dem MDAX nicht ernsthaft in Zweifel zu ziehen.

Ferner vermag auch der Einwand der Antragsgegnerin nicht zu überzeugen, der Sachverständige habe die von ihm herangezogene Peer Group unzulässig erweitert und gleichzeitig der L'Oreal S.A. nicht die Bedeutung beigemessen, die ihr aufgrund der hohen Vergleichbarkeit zur Wella AG mit Blick auf den Produktmix und dem lokalen „Footprint“ zukomme. Soweit es die vom Sachverständigen zusätzlich in die Betrachtung einbezogenen Unternehmen betrifft, ist damit stets eine wertende Betrachtung verbunden, die letztlich nie eindeutige Ergebnisse zeitigt. Gerade dieser Aspekt bestätigt die Auffassung des Senats, dass es im Grundsatz vorzugswürdig ist, das eigene Beta der Gesellschaft heranzuziehen, sofern dieses nur hinreichend aussagekräftig ist. Im Übrigen hat sich der Sachverständige nicht von sachfremden Motiven leiten lassen, sondern ist im Rahmen seiner sachverständigen Erfahrung lediglich zu geringfügig abweichenden Wertungen gekommen, die sich der Senat aufgrund der plausiblen Herleitung für seine eigene Schätzung zu Eigen macht. Insbesondere ist auch die Einbeziehung der in die Betrachtung aufgrund der weitgehenden Integration der Wella AG in den Konzern für den Senat gut nachvollziehbar. Dem steht nicht entgegen, dass der in dem vorangegangenen Verfahren herangezogene Sachverständige von einer Einbeziehung der abgesehen hatte. Denn zum damaligen Bewertungszeitpunkt, nämlich dem Beschluss der Hauptversammlung der Wella AG zu dem Abschluss des Beherrschungs- und

Gewinnabführungsvertrag war die Integration der Wella AG in den Konzern noch nicht so weit fortgeschritten. Darüber hinaus bestehen auch keine Bedenken gegen die Einordnung der L'Oreal S.A. durch den Sachverständigen. Zuzugeben ist der Antragsgegnerin zwar, dass die L'Oreal S.A. die höchste Vergleichbarkeit mit Bezug auf den Produktmix und die Absatzmärkte in räumlicher Hinsicht aufweist. Entsprechend haben auch die Kartellbehörden den Angaben der Antragsgegnerin in der mündlichen Verhandlung zufolge der L'Oreal S.A. ein besonderes Gewicht beigemessen. Gleichwohl ist auch im Übertragungsbericht die L'Oreal S.A. nicht als einziges Unternehmen zur Ableitung des Betafaktors der Wella AG herangezogen worden, noch hat man den Betafaktor der L'Oreal S.A. auch nur besonders stark gewichtet. Darüber hinaus hat der Sachverständige zutreffend in seinem Ergänzungsgutachten (S. 23 f.) darauf hingewiesen, dass die L'Oreal S.A. eine deutlich höhere EBIT- und EBITDA Marge aufwies, entsprechend in diesem Punkt die L'Oreal S.A. nicht mit der Wella AG vergleichbar war. Dass, wie die Antragsgegnerin in der mündlichen Verhandlung am 6. September 2019 betont und der Sachverständige bestätigt hat, die vorgenannten Margen keine zwingend positive Korrelation zur Höhe des Betafaktors aufweisen, steht der Betrachtung der Margen zur Beurteilung der Vergleichbarkeit der Unternehmen nicht entgegen. Denn auch der Produktmix und erst recht der lokale Footprint weisen keinen zwingenden Zusammenhang zur Höhe des Betafaktors einer Gesellschaft auf, werden aber dennoch anerkannter Maßen für die Beurteilung der Vergleichbarkeit herangezogen.

Soweit die Antragsgegnerin im Einzelnen weitere Einwände gegen die Analyse des unlevered Betafaktors durch den Sachverständigen erhoben hat, hat diese der Sachverständige im Rahmen seiner ergänzenden Stellungnahme überzeugend entkräftet. Hierauf wird Bezug genommen.

Folglich geht der Senat bei seiner Schätzung in Einklang mit den Ausführungen des Sachverständigen von einem unlevered Betafaktor der Wella AG von 0,4 aus. Dieser Betafaktor ist an die zukünftige Kapitalstruktur der Gesellschaft anzupassen. Da der Betafaktor auf Grundlage von beobachtbaren Aktienrenditen eines verschuldeten Unternehmens ermittelt wird, erfasst er neben dem

systematischen Risiko auch das mit der Finanzierungsstruktur bzw. der Verschuldung verbundene finanzielle Risiko. Durch das Unlevering wird das finanzielle Risiko zunächst bereinigt, so dass der unlevered Betafaktor nur noch das systematische bzw. operative Risiko der Gesellschaft ausdrückt. Durch das Relevern erfolgt sodann die Berücksichtigung des mit der geplanten Verschuldung der Gesellschaft darüber hinaus verbundenen, zukünftigen finanziellen Risikos.

Hierzu hat der Sachverständige zunächst ausgeführt, dass ihm eine exakte Anpassung nicht möglich sei, da dies nur im Rahmen eines iterativen Vorgehens auf der Grundlage des konkreten Bewertungsmodells möglich sei. Für die Ermittlung des zukünftigen Verschuldungsgrades sei nämlich der Marktwert des Eigenkapitals ins Verhältnis zum zukünftigen Fremdkapitalbestand zu setzen, um hieraus die geplante Verschuldensquote zu ermitteln. Der Marktwert des Eigenkapitals hänge jedoch unter anderem vom Kapitalisierungszins ab, der seinerseits vom (relevered) Betafaktor beeinflusst werde.

Dies hat den Senat dazu veranlasst, der Antragsgegnerin aufzugeben, auf der Grundlage des ihr zur Verfügung stehenden Bewertungsmodells und dem vom Sachverständigen ermittelten Wert des unlevered Betas von 0,4 das relevered Beta zu ermitteln. Diesen Wert hat die Antragsgegnerin sodann mit 0,48 angegeben.

Hierzu hat der Sachverständige allerdings überzeugend dargelegt, dass der Wert sich nicht mit der übrigen Bewertung des Unternehmens widerspruchsfrei in Einklang bringen lässt. Denn dort werde ein konstanter Kapitalisierungszins von 5,43 % angenommen, was einen konstanten Verschuldungsgrad im Zeitablauf nach sich ziehe. Dies wiederum habe jedoch wegen des steigenden Marktwerts des Eigenkapitals einen sich leicht aufbauenden Fremdkapitalbestand zur Folge, der sich wiederum in einer Veränderung des Zinsergebnisses niederschlage und damit zu einer Erhöhung der Nettoausschüttungen führe. Eine solche Veränderung der Nettoausschüttungen bildeten aber die Angaben der Antragsgegnerin nicht ab, weswegen – so der Sachverständige überzeugend –

davon auszugehen sei, dass der Effekt des Relevens nicht integriert berechnet worden sei.

Daher hat der Sachverständige alternativ auf der Grundlage der ihm zur Verfügung stehenden Daten das Relevens unter verschiedenen Annahme und Vorgehensweisen berechnet, was zu Werten für das relevered Beta zwischen 0,43 und 0,48 führte. Im Ergebnis hält der Senat vorliegend einen sich anhand des Ertragswertes der Gesellschaft orientierenden Wert von 0,43 für zutreffend.

Soweit der Sachverständige alternativ vorschlägt, den Marktwert des Eigenkapitals anhand des Barwerts der Ausgleichszahlungen zu ermitteln, um auf diese Weise auch ohne Kenntnis des konkreten Bewertungsmodells das Problem iterativ lösen zu können, vermag sich der Senat diesem Vorschlag nicht anzuschließen. So führt der Sachverständige selbst aus, dass dieser Ansatz mit dem Gedanken verbunden ist, der diskontierte Ausgleichsbetrag entspreche dem Unternehmenswert. Folglich führe der Ansatz zu Problemen, wenn der fundamentale Ertragswert und der Wert der diskontierten Ausgleichszahlungen signifikant voneinander abweichen. Dies ist vorliegend aber gerade der Fall, da der anteilige Ertragswert bei etwa 65 € liegt, der Barwert der Ausgleichszahlungen hingegen etwa 90 € beträgt.

Folglich zieht der Senat bei der Ermittlung des Verschuldungsgrades einen aus dem Ertragswertverfahren ermittelten Marktwert des Eigenkapitals ins Verhältnis zu dem Marktwert des Fremdkapitals. Hierbei unterstellt der Senat zunächst einen im Zeitablauf konstanten Verschuldungsgrad. Dies ist nach der Überzeugung des Senats, der insoweit der Einschätzung des Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung folgt, gegenüber einem konstanten absoluten Wert des Fremdkapitals im Zeitablauf die plausible Annahme, da Unternehmen regelmäßig eine weitgehend konstante Verschuldensquote zu realisieren versuchen, nicht hingegen eine konstante, absolute Höhe des Fremdkapitals. Dass dieser Ansatz – wie der Sachverständige in der mündlichen Verhandlung ausgeführt hat – auch mit der Annahme unsicherer Taxshields übereinstimmt, kommt hinzu.

Ferner geht der Senat von den im Übertragungsbericht unterstellten und im weiteren Verlauf des Verfahrens ausdrücklich angegebenen Werten der Antragsgegnerin zum Marktwert des Fremdkapitals in Höhe von 736,9 Mio. € und zur nicht betriebsnotwendigen Liquidität in Höhe von 424 Mio. € aus. Hierbei handelt es sich – wie der Sachverständige betont hat – um eine vereinfachende Fortschreibung der Werte aus der Konzernbilanz nach IFRS zum 30. Juni 2005. Soweit der Sachverständige alternativ hierzu die Werte aus der Konzernbilanz selbst herangezogen hat, folgt der Senat diesem Ansatz nicht, da die Heranziehung von nicht bis zum Stichtag am 12. Dezember 2005 fortgeschriebener Werte weniger dem Stichtagsprinzip Rechnung trägt als die Heranziehung ausdrücklich fortgeschriebener Werte. Allein der Umstand, dass der Sachverständige die Veränderung des Marktwertes der Pensionsverpflichtungen sowie die bis zum Bewertungsstichtag sich ergebende Änderung der nichtbetriebsnotwendigen Liquidität im Einzelnen nicht nachvollziehen konnte, hindert die Heranziehung der von der Antragsgegnerin genannten Werte nicht. Denn die Richtigkeit der Werte ist von den Antragstellern nicht in Abrede gestellt worden und kann daher vom Senat für seine eigene Schätzung fruchtbar gemacht werden. Darüber hinaus führen die fortgeschriebenen Werte gegenüber den vom Sachverständigen nachvollzogenen Werten aus der Bilanz zum 30. Juni 2005 zu einem geringeren Marktwert des Fremdkapitals, damit zu einer geringeren Verschuldensquote, mithin zu einem kleineren relevered Betafaktor und schließlich zu einer höheren Abfindung, so dass etwaige Ungenauigkeiten bei der Fortschreibung hier ohnehin zulasten der Antragsgegnerin gehen würden.

Schließlich folgt der Senat dem Sachverständigen bei der Berücksichtigung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität bereits bei der Ermittlung des relevered Betafaktors (Net Debt Methode) und nicht durch die gesonderte Ausweisung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (Debt Methode). Zwar hat der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten überzeugend und von der Antragsgegnerin in deren Schriftsatz vom 25. Oktober 2019 im Grundsatz bestätigt ausgeführt, dass bei der Ertragswertermittlung die unmittelbare Verrechnung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität mit dem

Fremdkapitalbestand (Net Debt Methode) jedenfalls theoretisch zu demselben Unternehmenswert führt, wie die fehlende Verrechnung verbunden mit einem gesonderten Ausweis der nicht betriebsnotwendigen Liquidität. Allerdings hat der Sachverständige in der mündlichen Verhandlung sodann weitergehend erläutert, dass im zweiten Fall bei der Berechnung des Barwertes der Ausgleichszahlungen sodann die nicht betriebsnotwendige Liquidität ebenfalls gesondert berücksichtigt werden müsste. Dies ist jedoch bei der Berechnung der Antragsgegnerin, die auf der Grundlage der Debt Methode zu einem relevered Beta von 0,48 gelangt ist, verabsäumt worden. Daher schließt sich der Senat dem Vorgehen des Sachverständigen an und berücksichtigt bereits bei der Ermittlung des relevered Betas die nicht betriebsnotwendige Liquidität der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag am 13./14. Dezember 2005.

Die gegen diesen Ansatz vorgebrachten Erwägungen der Antragsgegnerin in deren Schriftsatz vom 25. Oktober 2019 vermögen nicht zu überzeugen. Hierbei zieht die Antragsgegnerin nämlich bereits nicht hinreichend in Betracht, dass die Ausgleichszahlungen nach Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages rechtskräftig und für die Gerichte bindend festgestellt worden sind, mithin deren Höhe und Ermittlung im hiesigen Spruchverfahren nicht mehr zur Disposition steht, sondern im hier anhängigen Verfahren als gegeben hinzunehmen sind. Entsprechend kann es auf die damalige Ermittlungsmethode nicht mehr ankommen, sondern ist – ausgehend von den rechtskräftig festgestellten Werten – aus heutiger Sicht die richtige Vorgehensweise zu wählen. Dass aber die zum jetzigen Bewertungsstichtag vorhandene erhebliche nicht betriebsnotwendige Liquidität als risikomindernder Faktor bei der Berechnung des Barwertes der Ausgleichszahlungen unberücksichtigt bleiben sollte, ist nicht einzusehen.

Unabhängig davon vermag das von der Antragsgegnerin vorgebrachte Argument einer konsistenten methodischen Vorgehensweise bei der damaligen Ermittlung der Höhe der Ausgleichszahlungen und der zum jetzigen Bewertungsstichtag zu erfolgenden Berechnung des Barwertes der Ausgleichszahlungen auch deshalb nicht zu überzeugen, da damals beide Vorgehensweisen – über net debt und über

total net debt – zu praktisch gleichen Ergebnissen führten. Denn die Vorgehensweise fällt nur dann maßgeblich ins Gewicht, wenn – wie zum jetzigen Bewertungsstichtag am 13./14. Dezember 2005 – die Gesellschaft über einen erheblichen Bestand an nicht betriebsnotwendiger Liquidität verfügt. Dies war zum damaligen Bewertungsstichtag am 8. Juni 2004 aber ausweislich der den Beteiligten bekannten Entscheidung des Senats vom 28. März 2014 (21 W 15/11, juris Rn. 190) nicht der Fall. Insoweit hat sich der Verschuldungsgrad der Gesellschaft aufgrund des zwischenzeitlich erfolgten Verkaufs einzelner Unternehmensteile mit einem Gesamterlös von ca. 215 Mio. € und einem damit einhergehenden Anstieg der nicht betriebsnotwendigen Liquidität in der Zwischenzeit erheblich reduziert, was entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin ebenso wie etwa eine zwischenzeitliche Veränderung des Basiszinses oder der Marktrisikoprämie berücksichtigt werden muss. Auch hieran zeigt sich, dass es sich bei dem Barwert der Ausgleichszahlung entgegen anderweitig geäußelter Auffassung um ein Stichtags bezogenes Wertkonzept handelt, das § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG angemessen Rechnung trägt.

Schließlich kommt es - jedenfalls vorliegend - entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin auch zu keiner unsachgemäßen Doppelerfassung von Werten oder Wertbestandteilen. Denn die Ausgleichszahlungen sind den Minderheitsaktionären rechtskräftig zugesprochen worden und zwar ausgehend von den zum damaligen Bewertungsstichtag am 8. Juni 2004 voraussichtlich zu erwirtschaftenden Erträgen der Gesellschaft. Ihre Höhe hat unabhängig von einer gegenüber der damaligen Sichtweise geänderten Unternehmenspolitik weiterhin Bestand, weswegen die Veräußerung einzelner Unternehmensteile zwar den Ertragswert zum jetzigen Bewertungsstichtag beeinflussen mag, nicht hingegen die Höhe der Ausgleichszahlungen. Gleichzeitig vermindert der durch den Verkauf gestiegene Liquiditätsbestand den Verschuldungsgrad und damit das mit den Ausgleichszahlungen verbundene Zahlungsrisiko, das in dem Verrentungszins seinen Niederschlag findet, und resultiert insoweit konsequent zu einem ceteris paribus höheren Barwert der Ausgleichszahlung. Der jetzige Barwert der Ausgleichszahlungen ist nämlich gerade kein Maßstab für den Ertragswert der Gesellschaft zum 8. Juni 2004 und muss dieser Anforderung auch nicht genügen.

yy) Im Ergebnis ist daher festzuhalten, dass der Senat auf der Grundlage der überzeugenden Darlegungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen von einem relevered Betafaktor von 0,43 ausgeht. Weitere Untersuchungen, wie sie der Sachverständige gegen Ende seiner ergänzenden Stellungnahme andeutet, sind nicht veranlasst. Der hierdurch zu erwartende Erkenntnismehrwert steht in keinem Verhältnis zu der damit einhergehenden weiteren zeitlichen Verzögerung des Verfahrens, zumal die Ermittlung des Verrentungszinssatzes ohnehin entscheidend von der Konvention geprägt wird, mit der Hälfte des Risikozuschlages der Gesellschaft zu rechnen, dieses Vorgehen zwar allgemein in Rechtsprechung und Literatur anerkannt ist, aber gleichzeitig einer zwingenden Herleitung nicht zugänglich ist (vgl. Popp, WPg 2018, 244, 248).

Zudem sieht sich der Senat aber auch nicht veranlasst, für seine eigene Schätzung auf den Wert im Übertragungsbericht für den relevered Betafaktor in Höhe von 0,5 zurückzugreifen. Zwar haben die ausführlichen Analysen des Sachverständigen gezeigt, dass dieser von der sachverständigen Prüferin gebilligte Wert durchaus als denkbarer Betafaktor in Betracht kommt. Gleichwohl gibt es jedenfalls nachdem die weitergehenden Untersuchungen durchgeführt worden sind und einen überzeugenderen Wert zutage geführt haben, vorliegend keinen zwingenden Grund, dennoch auf die aus Sicht des Senats weniger vorzugswürdige Schätzung des Betafaktors zurückzugreifen.

(3) Aus dem Basiszins nach Steuern und dem hälftigen Risikozuschlag nach Steuern für die ewige Rente folgt damit ein Verrentungszins von 3,73 %.

ccc) Unter Heranziehung der Formel für die ewige Rente resultiert hieraus ein Barwert in Höhe von 93,84 € (= 3,5 € / 3,73 %) für Vorzugsaktien und in Höhe von 93,30 € (= 3,48 € / 3,73 %) für Stammaktien. Dabei liegt der Berechnung die Annahme einer unbegrenzten Laufzeit des Unternehmensvertrages zugrunde. Diese Annahme ist aufgrund der Angaben im Übertragungsbericht, eine Beendigung des Unternehmensvertrages sei damals nicht erwogen worden,

sachgerecht (vgl. Ruthard, Der Konzern 2013, 615, 621; Austmann in: MünchHdBGesR, Bd IV Aktiengesellschaft, 3. Aufl., § 74 Rn. 90).

Die geringfügige Abweichung des Wertes von der seitens des Sachverständigen in dessen Ergänzungsgutachten zunächst ermittelten Höhe (S. 36) ist zum einen auf die Heranziehung des von der Antragsgegnerin angegebenen Marktwertes des Fremdkapitals bei gleichzeitiger Anwendung der Net Debt Methode und zum anderen auf die Höhe des Basiszinses zurückzuführen. Entgegen der hier vertretenen Auffassung für den Basiszins hat der Sachverständige nämlich bei seiner im Ergänzungsgutachten durchgeführten Berechnung jeweils den gerundeten Wert von 4 % herangezogen hat. Unabhängig davon hat der Sachverständige aber auf Nachfrage des Senats zur Vorbereitung der mündlichen Verhandlung die hier ausgewiesenen Beträge in der als Anlage zum Protokoll genommenen Übersicht nochmals vergleichend dargestellt.

bb) Der anteilige Ertragswert der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag liegt jedenfalls unterhalb des Barwertes der Ausgleichszahlung.

Dabei ergibt sich der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte anteilige Unternehmenswert aus den mit dem Kapitalisierungszins diskontierten zukünftigen Erträgen der Gesellschaft zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens sowie anderer Sonderwerte.

aaa) Soweit es die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Ertragszahlen anbelangt, konnte sich der Senat die Angaben im Übertragungsbericht zum Zweck der eigenen Schätzung des Unternehmenswertes der Wella AG zu eigen machen, ohne dass es der Einholung eines Sachverständigengutachtens oder einer ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin bedurfte. Folglich ist von einer Detailplanungsphase in den Jahren 2005/2006 und 2006/2007 auszugehen, an die sich eine Grobplanungsphase in den Jahren 2007/2008 bis 2010/2011 sowie ab dem Jahr 2011/2012 die ewige Rente anschließt. Die im Übertragungsbericht ausgewiesenen, geplanten Jahresergebnisse erweisen sich als plausibel und

damit nicht korrekturbedürftig. Entsprechend legt der Senat in den ersten Detailplanungsjahren ein zu kapitalisierendes Ergebnis von 123,6 Mio. € bzw. von 113,9 Mio. € und sodann in den Jahren der Grobplanungsphase für das Jahr 2007/2008 von 126,6 Mio. €, für Jahr 2008/2009 von 133 Mio. €, für das Geschäftsjahr 2009/2010 von 139,6 Mio. € und für das letzte Jahr der Grobplanungsphase von 146,6 Mio. € zugrunde. Hieran schließt sich ab dem Jahr 2011/2012 ein konstantes zu kapitalisierendes Ergebnis von 148,8 Mio. € an.

Den hiergegen von den Seiten der Antragsteller erhobenen Einwänden bleibt der Erfolg versagt.

(1) Keinen Bedenken unterliegt zunächst der zur Anwendung gebrachte Standard IDW S 1 n.F. vom 9. Dezember 2004. Im Rahmen seiner Entscheidung zur Abfindungshöhe betreffend den Unternehmensvertrag zwischen der Wella AG und der Antragsgegnerin hat der Senat ausführlich dazu Stellung genommen, dass die Anwendung eines neuen Standards keinen Bedenken unterliegt, sofern dieser einen in Wissenschaft und Praxis weitgehend anerkannten Erkenntnisfortschritt beinhaltet, die Frage der Anwendung der neuen Methode für das Ergebnis der Bewertung von spürbarer Bedeutung ist und das Gericht von der Überlegenheit des geänderten Ansatzes überzeugt ist (vgl. Beschluss vom 28. März 2014 - 21 W 15/11, juris). Diese Auffassung hat die Billigung des Bundesgerichtshofs gefunden (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris). Die mit dem Wechsel vom Standard IDW S1 2000 zum Standard IDW S1 2005 verbundene Einführung des Tax Capital Asset Pricing Model zusammen mit der Abkehr von der Annahme der Vollausschüttung erfüllt die vorstehenden Voraussetzungen für Bewertungsstichtage während der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens. Entsprechendes gilt für die hier zur Anwendung gebrachte Entwurfsfassung zu dem am 18. Oktober 2005 endgültig verabschiedeten Standard IDW S1 2005. Wenn aber selbst die rückwirkende Anwendung keinen Bedenken unterliegt, so gilt dies erst recht für die Anwendung einer Entwurfsfassung, die bereits zum Bewertungsstichtag verabschiedet gewesen ist.

(2) Nicht durchzudringen vermögen die Antragsteller mit dem Einwand, die Vergangenheitsanalyse sei unzulänglich durchgeführt worden.

Die Planung der zukünftigen Erträge beruht in der Regel auf einer Vergangenheitsanalyse. Diese ist Grundlage für die Abschätzung künftiger Entwicklungen. Hiermit soll erreicht werden, dass die Prognose der künftigen Ertragsüberschüsse nicht losgelöst von der in der Vergangenheit ausgewiesenen Ertragskraft der Gesellschaft ist. Zugleich soll aber auch eine unreflektierte Fortschreibung vergangener Entwicklungen in die Zukunft verhindert werden, weswegen regelmäßig – wie auch vorliegend – eine Bereinigung der Vergangenheitswerte um Sondereinflüsse vorgenommen wird (Prüfbericht S. 21).

Zutreffend ist zwar, dass in der Regel für die Vergangenheitsanalyse 3 bis 5 Jahre gewählt werden und hier nur das Geschäftsjahr 2004/2005 eingehender untersucht worden ist. Die Vergangenheitsanalyse ist jedoch einzuschränken, wenn aus den Vergangenheitsergebnissen keine zu Plausibilitätszwecken geeigneten aussagefähigen Erkenntnisse über die zukünftige Entwicklung gewonnen werden können (vgl. WP Handb 2008, Bd II Abschnitt A Rn. 151 ff.). So liegt der Fall hier. Denn die Übernahme durch die Antragsgegnerin bedingte einen Strukturwandel bei der Wella AG (Prüfbericht S. 39). Dies gilt insbesondere aufgrund der im Zuge des Unternehmensvertrags erfolgten Umstellung des Gesellschaftskonzepts auf eine auf Lizenzverträgen beruhende Anbindung an den Konzern der Antragsgegnerin. Zudem wurden zahlreiche Tochtergesellschaften der Wella AG verkauft. Beide Umstände machten die Vergangenheitsergebnisse zu Plausibilitätszwecken ungeeignet, weswegen selbst für das betrachtete Geschäftsjahr 2004/2005 eine Vergleichbarkeit nur dadurch hergestellt werden konnte, dass die neue Geschäftsstruktur rückwirkend auf die Vergangenheitszahlen übertragen wurde.

Nicht gefolgt werden kann auch dem Einwand, die von der Antragsgegnerin veranlassten Veränderungen seien zu eliminieren. Insoweit berücksichtigen die Antragsteller nicht hinreichend, dass der zum Zeitpunkt des Beschlusses über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre bestehende Beherrschungs- und

Gewinnabführungsvertrag mit der Antragsgegnerin und damit auch die hierdurch bedingten Einflussmöglichkeiten der Antragsgegnerin auf die Geschäftspolitik der Wella AG bei anzunehmendem Fortbestand des Vertrags auch darüber hinaus die Erträge des Aktionärs bestimmt und deshalb zu den zum nach § 327 b Abs. 1 Satz 1 maßgeblichen Bewertungsstichtag zu berücksichtigenden Gesichtspunkten gehört (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, juris Rn. 20).

(3) Soweit es den Zeitraum der Detailplanungsphase anbelangt, kritisieren die Antragsteller zwar nicht völlig zu Unrecht, dass es sich um einen sehr kurzen Zeitraum handelt. So umfasst die Detailplanungsphase nur einen Zeitraum von 2 Jahren, wobei zusätzlich erschwerend hinzukommt, dass der Bewertungsstichtag in die zweite Hälfte des ersten Detailplanungsjahr fällt. Insoweit weisen die Antragsteller zu Recht darauf hin, dass die Detailplanungsphase üblicherweise 3 bis 5 Jahre umfasst. Unabhängig davon, dass Rechtsprechung und Literatur bereits in anderen Verfahren eine Detailplanungsphase von zwei Jahren gebilligt haben (vgl. OLG Stuttgart BeckRS 2007, 05049; BayObLG NZG 2001, 1137, 1138 zit. nach juris Rn. 21 f., Großfeld, Recht der Unternehmensberatung, 2012, Rn. 432), ziehen die Antragsteller aber zusätzlich nicht hinreichend in Betracht, dass eine über zwei Jahre hinausgehende Planung der Wella AG nicht existierte. Vielmehr entspricht dem unwidersprochen gebliebenen Vortrag der Antragsgegnerin zufolge die zweijährige Detailplanungsphase dem weltweit einheitlichen Planungs- und Controlingsystem der Antragsgegnerin. Wenn aber keine über den Zeitraum von zwei Jahren hinausgehende Planungsrechnung der Gesellschaft existiert, wird eine allein zum Zweck der Bewertung über diese Zeit hinaus fortgeschriebene, fiktive Planung regelmäßig nicht besser geeignet sein, den Ertragswert der Gesellschaft abzubilden.

Hinzu kommt, dass die Antragsgegnerin anhand einer Grobplanung die im Rahmen der gefassten Gesamtstrategie des Konzerns gefassten künftigen Erwartungen hinsichtlich der Umsatzsteigerungen für die Jahre 2007/2008 bis 2010/2011 in die Ermittlung des Ertragswertes der Gesellschaft hat einfließen lassen. Dies erfüllt zwar nicht die Anforderungen an eine Detailplanung, sichert jedoch auf der anderen Seite, dass neben der bestehenden

Unternehmensplanung die Erwartungen der Gesellschaft an die Entwicklung in weiterer Zukunft im Rahmen der Ertragswertermittlung Berücksichtigung finden. Entsprechend ist die Kritik des gemeinsamen Vertreters, bei dem zugrunde liegenden konstanten Ergebniswachstum von 5 % p.a. handele es sich um eine im Einzelnen nicht nachvollziehbare Größe, zwar insoweit zutreffend, als eine Herleitung aus den einzelnen Erlös- und Kostenpositionen der Gesellschaft in den Geschäftsjahren der Grobplanungsphase nicht möglich ist. Dies ist allerdings die Folge der fehlenden, über einen Zeitraum von zwei Jahren hinausgehenden Unternehmensplanung der Wella AG und daher hinzunehmen.

(4) Soweit die Antragsteller ferner den Einwand erheben, die Wachstumserwartung von 5 % in den Jahren der Grobplanungsphase sei zu niedrig angesetzt, vermögen sie auch hiermit nicht durchzudringen. Zwingende Argumente, weshalb das von der Geschäftsleitung erwartete Ergebniswachstum unzutreffend sei, benennen die Antragsteller nicht. Entsprechend ist auch nicht ersichtlich, weshalb eine Wachstumsannahme von 5 % unplausibel sein solle. Damit ist die Annahme aber selbst dann nicht korrekturbedürftig, wenn ein höheres Ergebniswachstum in den Jahren 2006/2007 bis 2010/2011 ebenfalls denkbar erscheinen kann.

(5) Zu Unrecht wenden einige Antragsteller darüber hinaus ein, der zwischen der Wella AG und der bestehende Lizenzvertrag Consumer hätte bei der Bewertung ausgeblendet werden müssen. Wie die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen hat, bestand zum Bewertungsstichtag keinerlei Absicht, den Vertrag zu beenden oder rückabzuwickeln. Dann ist er aber auch den Ertragsplanungen der Gesellschaft zugrunde zu legen. Dies gilt jedenfalls für den Fall, dass die Rechtswidrigkeit nicht offensichtlich ist, sie ihm nicht auf der Stirn geschrieben steht. Hiervon kann jedoch vor dem Hintergrund der im Kern unwidersprochen gebliebenen Ausführungen der Antragsgegnerin hierzu (Bl. 1312 ff. d. A.) keine Rede sein.

(6) Nicht zu überzeugen vermag der weitere Einwand, die zwischen der Wella AG und der Antragsgegnerin geschlossenen Verträge würden einem Drittvergleich

nicht standhalten und hätten deshalb bei der Bewertung unberücksichtigt zu bleiben. Dabei kann dahingestellt bleiben, ob die Verträge einem Fremdvergleich standhalten. Hierauf kommt es nämlich – wie die Antragsgegnerin zu Recht geltend macht – nicht an. Die Verträge wurden während des bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag geschlossen. In dessen Rahmen war die Antragsgegnerin gemäß § 308 Abs. 1 Satz 2 AktG befugt, der Wella AG im Interesse des Konzerns liegende, nachteilige Weisungen zu erteilen, wobei im Gegenzug ein Verlustausgleichsrecht der Gesellschaft nach § 302 AktG bestand. Entsprechend hatte die Antragsgegnerin die Möglichkeit, Verträge mit der Wella AG abzuschließen und deren Einhaltung durchzusetzen, selbst wenn sie einem Drittvergleich nicht standhalten würden. Folglich sind die vertraglichen Vereinbarungen der Planung unabhängig von deren Einordnung in das Marktumfeld bei der Bewertung der Gesellschaft zu berücksichtigen.

(7) Zu Unrecht rügen einzelne Antragsteller die Erfassung von Synergieeffekten. Soweit es sich um echte Synergien als Folge des Bewertungsanlasses handelt, sind diese der ständigen Rechtsprechung des Senats zufolge ohnehin nicht zu berücksichtigen (vgl. Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11, juris).

Soweit es die Synergien aus der Neustrukturierung der Wella AG und ihrer Einbindung in das konzernübergreifende Geschäftsmodell der Antragsgegnerin anbelangt, hat die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen, diese seien aufgrund der vereinbarten Nutzungsrechte an den immateriellen Wirtschaftsgütern insbesondere der Bereiche Prestige, Rochas und Professional außerhalb der Wella AG bei den Unternehmen des Konzerns der Antragsgegnerin angefallen. Entsprechend vermögen sie den Ertragswert der Wella AG nicht zu beeinflussen, da dieser auf der Grundlage der bestehenden Verträge der Gesellschaft zu ermitteln ist.

(8) Eine mangelnde Plausibilität der Planung ergibt sich entgegen der Auffassung der Antragsteller nicht aus einer Gegenüberstellung der geplanten Umsätze mit dem EBIT nach Konzernkosten oder dem ausschüttungsfähigen Ergebnis der Wella AG. Hierbei ziehen die Antragsteller nämlich nicht hinreichend in Betracht,

dass es sich bei den ausgewiesenen Umsätzen nicht um Umsätze der Wella AG im klassischen Sinne handelt, sondern um die Bewertungsbasis etwa für die Lizenzverträge der Wella AG mit der Antragsgegnerin. Entsprechend stellen sie nicht die Umsätze der Wella AG dar, sondern sind nur Rechengröße für die daraus zu ermittelnden Ergebnisse der Wella AG. So entfällt auf die Wella AG etwa mit Blick auf die Kommissionserträge nur ein Prozentsatz von gerundet 2,25 %. Erst diese 2,25 % der gesamten Kommissionserträge stellen die „Umsätze im klassischen Sinn“ der Wella AG dar. Daraus ergibt sich zugleich, dass eine fehlende Plausibilität der Planung sich nicht aus dem Verhältnis der ausgewiesenen Umsätze und dem EBIT nach Konzernkosten ableiten lässt.

(9) Entgegen der Ansicht einiger Antragsteller ist der Rückgang des EBIT im Geschäftsjahr 2004/2005 in Höhe von 194,5 Mio. € auf 114 Mio. € im nächsten Jahr nicht unplausibel. Er beruht maßgeblich darauf, dass erst im Verlauf des Jahres 2004/2005 das Geschäftsmodell umgestellt wurde und einige Gesellschaften des Wella Konzerns entsprechend noch von den Verträgen unbeeinflusste Ergebnisse erzielten. Entsprechend hat die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen, dass unter Berücksichtigung einer vollständigen Umstellung des gesamten Geschäftsmodells bereits im Geschäftsjahr 2004/2005 ein Rückgang nicht zu verzeichnen gewesen wäre. Da entsprechend der Rückgang mit der Änderung des Geschäftsmodells erklärt werden kann, der wiederum von der beherrschten Gesellschaft hinzunehmen ist, ist er nicht unplausibel.

(10) Ferner kann eine fehlende Plausibilität der Ertragszahlen nicht mit einem Vergleich der entsprechenden Zahlen in den Geschäftsberichten für die Geschäftsjahre 2005/2006 und 2006/2007 hergeleitet werden. Insoweit hat die Antragsgegnerin nämlich unwidersprochen vorgetragen, die Zahlen in den Geschäftsberichten seien maßgeblich beeinflusst worden durch die Ende Juni 2006 in den Wella Konzern eingebrachten deutschen Tochtergesellschaften der Antragsgegnerin sowie der Gillete – Tochtergesellschaften. Deren Einbringung sei zum Bewertungsstichtag am 14. Dezember 2005 aber noch nicht absehbar gewesen. Damit fehlt es an einer Vergleichbarkeit der im Übertragungsbericht

ausgewiesen Planzahlen und den in den Geschäftsberichten dargestellten Ist – Zahlen.

(11) Fehl geht auch die Kritik, die Erträge der zum Verkauf bestimmten Tochterunternehmen der Wella AG seien zu Unrecht nicht berücksichtigt worden. Da die Gesellschaften zum Bewertungsstichtag bereits zum Verkauf bestimmt waren, waren sie im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Ergebnisses mit dem zu erwartenden Verkaufserlös und nicht bei den zu erwartenden Erträgen der Wella AG zu berücksichtigen. Eine Berücksichtigung im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wiederum ist erfolgt.

Im Übrigen hat die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen, dass die erwarteten Verkaufspreise dem Ertragswert der Gesellschaften (in etwa) entsprachen, so dass es auf die Art der Berücksichtigung ohnehin nicht ankommt, da beide Berücksichtigungsformen zu annähernd gleichen Ergebnissen führen.

(12) Keiner Klärung bedarf der weitere, im Grundsatz zutreffende Einwand der Antragsteller, bei der Ermittlung des anteiligen Ertragswertes hätte zwischen den Stamm- und den Vorzugsaktien unterschieden werden müssen (vgl. hierzu ausführlich Senat, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11, juris Rn. 201 ff.). Denn vorliegend bleibt der anteilige Ertragswert für beide Aktiengattungen deutlich hinter dem jeweiligen Börsenkurs zurück, so dass die angemessene Abfindung ohnehin nicht durch den Ertragswert bestimmt wird.

(13) Soweit es den Abzug der Unternehmenssteuer in Höhe von etwa 32 % anbelangt, ist laut Übertragungsbericht der bestehende Unternehmensvertrag berücksichtigt worden (S. 76). Es ist daher davon auszugehen, dass die Wella AG gemäß § 16 Satz 1 KStG nur noch Körperschaftssteuer (einschließlich Solidaritätszuschlag) auf 20/17 der geleisteten Auszahlung berechnet hat. Insoweit ist es konsequent, dass die Unternehmenssteuerlast entsprechend angepasst worden ist, da auch im Übrigen – wie etwa im Rahmen der Thesaurierung – der Unternehmensvertrag bei der Bewertung der Gesellschaft nicht ausgeblendet worden ist (vgl. dazu auch Popp, AG 2010, 1, 6). Dass die

Anpassung nicht zutreffend erfolgt sein könnte, wird von keinem Beteiligten geltend gemacht und ist auch im Übrigen nicht ersichtlich.

(14) Soweit die Antragsteller weiterhin vortragen, die der Planung zugrunde gelegte Ausschüttungsquote von 100 % sei zu korrigieren, vermögen sie hiermit nicht durchzudringen. Zu Recht verweist die Antragsgegnerin darauf, dass die Wella AG aufgrund des bestehenden Gewinnabführungsvertrags zu einer Abführung ihres gesamten Gewinns und damit zu einer Ausschüttung in Höhe von 100 % vertraglich verpflichtet war. Aufgrund dieser vertraglich bestehenden und bei der Planung zu berücksichtigenden Verpflichtung kommt es auf das Ausschüttungsverhalten mit der Wella AG vergleichbarer anderer Gesellschaften nicht an. Dass es einen gewissen Widerspruch beinhaltet, aufgrund des Gewinnabführungsvertrags eine Ausschüttung von 100 % zu unterstellen und gleichzeitig aber den Minderheitsaktionären die Gewinne anteilig zuzurechnen, ist aufgrund der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur angemessenen Abfindung im Fall des Squeeze out bei bestehendem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hinzunehmen, da die Alternative, nämlich eine Berechnung des Ertragswerts unter vollständiger Ausblendung des Unternehmensvertrags (so aber Jonas in: Festschrift Kruschwitz, 105, 108) sich insbesondere bei länger bestehenden Unternehmensverträgen nicht realisieren ließe (kritisch auch Popp, AG 2010, 1, 2) und sich zugleich mit dem Bewertungsziel eines vollständigen Wertausgleichs unter Berücksichtigung der Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungszeitpunkt nicht in Einklang bringen ließe.

Doch selbst wenn man in der ewigen Rente aufgrund der theoretischen Möglichkeit einer Kündigung des Unternehmensvertrags eine am Marktdurchschnitt orientierte Ausschüttungsquote oder sogar mit den Antragstellern eine Quote von 30 % annehmen wollte (diese Möglichkeit diskutierend Popp AG 2010, 1, 5), führte dies zu keinem über dem Börsenkurs liegenden anteiligen Ertragswert, so dass die Frage einer Korrektur der Ausschüttungsquote in der ewigen Rente dahingestellt bleiben kann.

bbb) Die dergestalt ermittelten Nettozuflüsse sind mit einem Kapitalisierungszinssatz auf den Bewertungsstichtag abzuzinsen. Der Kapitalisierungszins ergibt sich aus dem quasi risikolosen Basiszins zuzüglich des Risikozuschlags und abzüglich eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente.

(1) Dabei ist – wie bereits dargelegt – der Basiszins ungerundet mit einem Wert von 3,9190 % vor Steuern bzw. 2,5735 % nach Steuern und der Risikozuschlag mit 2,37 % nach Steuern bzw. wegen des gesonderten Ausweises der nicht betriebsnotwendigen Liquidität im Rahmen der Ertragswertermittlung auf 2,53 % (Total Debt) zu veranschlagen. Im Falle der Rundung auf 4 % vor Steuern würde sich ein noch niedrigerer Ertragswert ergeben.

(2) Hiervon ist in der ewigen Rente ein Wachstumsabschlag abzuziehen. Gegen den im Übertragungsbericht unterstellten Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % bestehen auf der Grundlage der ergänzenden Ausführungen der sachverständigen Prüferin keine Bedenken.

Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2005, abgeleitet worden sind (vgl. WP-Handbuch 2008, S. 74). Er umfasst vornehmlich eine inflationsbedingte sowie daneben gegebenenfalls eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergibt (vgl. OLG Karlsruhe AG 2013, 353, zit nach juris Rn. 187 ff.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06, juris Rn. 84; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber, AktG; 3. Aufl., Anh § 305 Rn. 48; Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, 193). Aufgrund des im Vordergrund stehenden preisbedingten Bestandteils ist zu seiner Ermittlung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 2012, Rn. 1056).

Gleichwohl kann die Preissteigerung nicht mit der Wachstumsrate gleichgesetzt werden. Denn der Abschlag vom Kapitalisierungszins hängt maßgeblich davon ab, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende

Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 189). Dabei kommt es maßgeblich nicht auf die Preiserhöhung eines durchschnittlichen Warenkorb an, wie sie von der Inflationsrate angegeben wird, sondern auf die Preiserhöhungen auf den für das jeweilige Unternehmen maßgeblichen Faktormärkten. Bereits insoweit handelt es sich beim Wachstumsabschlag stets um eine unternehmensspezifische Größe.

In ihrer ergänzenden Stellungnahme hat die sachverständige Prüferin nachvollziehbar dargelegt, dass der hier unter Berücksichtigung einer Grobplanungsphase angenommene Wachstumsabschlag von 1,5 % für den Fall der üblichen zweiphasigen Planung einem Wachstumsabschlag von 2,2 % entspricht. Dies resultiert daraus, dass in der Grobplanungsphase Steigerungsraten von zunächst 11,2 % und sodann von 5 % angenommen worden sind. Damit liegt der Wachstumsabschlag für eine zweiphasige Darstellung sogar noch über dem vom Senat mit Hilfe eines gerichtlich bestellten Sachverständigen für den Bewertungsstichtag am 8. Juni 2004 angenommenen Wachstumsabschlag von 1,83 % (vgl. 21 W 15/11 – juris Rn. 176 ff.). Zudem liegt ein Wert von 2,2 % deutlich am oberen Rand der regelmäßig in der Rechtsprechung und der Praxis der Unternehmensbewertung herangezogenen Wachstumsabschläge (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 2012, Rn. 1061 ff.; WP Handb. 2008, Teil A Rn. 479; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körber, AktG; 2014, Anh § 305 Rn. 48). Überzeugende Gesichtspunkte, weshalb gerade vorliegend dieser übliche Rahmen verlassen werden sollte, sind nicht ersichtlich und werden auch von Antragstellerseite nicht überzeugend dargelegt.

Insofern hat die sachverständige Prüferin klargestellt, dass zum Bewertungsstichtag von einer generellen Inflationsrate der Verbraucherpreise von ca. 1,70 % auszugehen war und der Preisanstieg bei den hier nach Auffassung der sachverständigen Prüferin maßgeblichen Absatzprodukten der Wella AG zwischen 0,5 % und 0,8 % lag. Damit ist der Einwand der Antragsteller, der Wachstumsabschlag müsse jedenfalls oberhalb der Inflationsrate liegen, obsolet.

Deswegen geht auch der Einwand der Antragsteller zu 65) u.a., ein Gewinnwachstum von 50 % der allgemeinen Inflationsrate sei unplausibel, an den Ausführungen der sachverständigen Prüferin vorbei.

Gleichzeitig ist der Ansatz der sachverständigen Prüferin, die erwartete Inflationsrate für die Jahre nach dem Bewertungsstichtag aus den Preissteigerungsraten vor dem Bewertungsstichtag abzuleiten, plausibel und nachvollziehbar. Berücksichtigt man zusätzlich noch das damalige Preissteigerungsziel der EZB von knapp 2 % ist gegen den von der sachverständigen Prüferin näher erläuterten Wert für die zu erwartende Inflationsrate nichts einzuwenden.

Soweit einige Antragsteller demgegenüber geltend machen, es ginge beim Wachstumsabschlag nicht vorwiegend um die Frage der Überwälzbarkeit von Preissteigerungen, sondern um die Frage eines inneren und äußeren Wachstums der Gesellschaft, trifft dies in dieser Allgemeinheit nicht zu (vgl. Senat, Beschluss vom 17. Januar 2017 - 21 W 37/12, juris Rn. 123; Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, 193).

Des Weiteren ist in Rechtsprechung und Literatur hinreichend geklärt, dass der Wachstumsabschlag nicht mit dem durchschnittlichen jährlichen Gewinnwachstums sämtlicher deutscher Unternehmen gleichzusetzen ist (vgl. Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, 193, 201 f.; Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPG 2010, 349 ff. und 405 ff., 411 jeweils mit zahlreichen Nachweisen), so dass sich auch aus der von den Antragstellern zu 65) u.a. vorgenommenen Gegenüberstellung der entsprechenden Werte (vgl. Bl. 3570 d. A.) keine fehlende Plausibilität des angenommenen Wachstumsabschlags ergibt.

Insgesamt gesehen ist eine fehlende Plausibilität oder gar Widersprüchlichkeit des im Vertragsbericht veranschlagten Wachstumsabschlags nicht ersichtlich, weswegen der Senat den im Vertragsbericht veranschlagten Wert von 1,5 % als geeignete Schätzgrundlage ansieht.

(3) Den vorstehenden Überlegungen zufolge ergeben sich unter Berücksichtigung eines Steuersatzes auf festverzinsliche Anleihen in Höhe von 35 % der für die Schätzung des Senats herangezogene einheitliche Kapitalisierungszins für die Detail- und Grobplanungsphase und derjenige für die ewige Rente aus nachstehender Tabelle wie folgt:

	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	Ewige Rente
Kapitalisierungsfaktor	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	5,08%	3,58%
Basiszins vSt	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%	3,92%
Basiszins nSt	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%	2,55%
Risikozuschlag nSt	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%	2,53%
Marktrisikoprämie nSt	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Defafaktor	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46	0,46
Wechslungsabschlag							1,50%

ccc) Zu den auf den Bewertungsstichtag mit dem Kapitalisierungszins abgezinsten Erträgen ist das nicht betriebliche Vermögen gesondert zu addieren. Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist das Vermögen gesondert zu bewerten, das frei veräußert werden kann, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird (Senat, Beschluss vom 20. Dezember 2011 - 21 W 8/11, juris Rn. 81).

Im Übertragungsbericht sind Sonderwerte in Form von nicht betriebsnotwendiger Liquidität in einer Gesamthöhe von 424 Mio. € und in Form von nicht betriebsnotwendigem sonstigem Vermögen in Höhe von 6,2 Mio. € angesetzt. Zusätzlich sind steuerliche Verlustvorträge in Höhe von 0,7 Mio. € ausgewiesen. Demgegenüber haben Ersatzansprüche der Wella AG gegen die Antragsgegnerin keinen Eingang in die Bewertung gefunden. Einen Korrekturbedarf vermögen die Antragsteller nicht aufzuzeigen und er ist im Übrigen auch nicht ersichtlich.

(1) Die nach dem Total Debt Ansatz getrennt ausgewiesene nicht betriebsnotwendige Liquidität setzt sich zum einen aus den Erlösen aus den an die Antragsgegnerin getätigten Unternehmensverkäufen in einer Gesamthöhe von 214,9 Mio. € und zum anderen aus nicht betriebsnotwendiger Liquidität in einer Höhe von 209,1 Mio. € zusammen, die der Gesellschaft bereits zum 30. Juni 2005 zur Verfügung stand. Soweit die Antragsteller der Auffassung sind, die Liquidität aus Unternehmensverkäufen müsse erhöht werden, da die realisierten

Verkaufspreise aufgrund nicht in die Preise eingeflossener stiller Reserven zu niedrig angesetzt gewesen seien, ist dem Einwand nicht zu folgen. Die tatsächlich geflossenen und nicht die gegebenenfalls erzielbaren Kaufpreissummen bestimmen die in der Gesellschaft vorhandene Liquidität. Zugleich besteht schon aufgrund des geschlossenen Unternehmensvertrags kein Anhalt für etwaige Ansprüche der Wella AG gegenüber der Unternehmenskäuferin wegen eines Verkaufs unter Wert.

Soweit einige Antragsteller die Plausibilität der Angaben zur nicht betriebsnotwendigen Liquidität aufgrund eines Vergleichs unterschiedlicher Bilanzpositionen in Frage zu stellen versuchen, vermag dieser Ansatz schon deshalb nicht zu überzeugen, weil sich aus der Gegenüberstellung der gewählten Aktiv- und Passivpositionen nicht die nicht betriebsnotwendige Liquidität ermitteln lässt. So ergibt etwa bei allen weiteren Vorbehalten bereits die von den Antragstellern vorgenommene Gegenüberstellung von Forderungen aus Lieferung und Leistung mit Verbindlichkeiten aus Lieferung und Leistung schon deshalb keinen Anhalt für die nicht betriebsnotwendige Liquidität, weil hierbei Fristigkeiten und insbesondere auch das Zahlungsverhalten der Schuldner der Gesellschaft zu berücksichtigen gewesen wären.

(2) Als nicht betriebsnotwendiges sonstiges Vermögen wurde eine in Berlin gelegene Gewerbeimmobilie in einem Wert von 3 Mio. € sowie diverse Gemälde und Exponate berücksichtigt, deren Werte auf Basis ihrer Versicherungswerte in einer Gesamthöhe von 3,2 Mio. € geschätzt worden sind. Hiergegen bestehen keine Einwände, zumal diese Höhe mit der von einem gerichtlichen Sachverständigen geprüften Höhe zum 8. Juni 2004 übereinstimmt, die der Senat in seinem Beschluss vom 28. März 2014 (21 W 15/11, juris Rn. 193, f.) festgestellt hat. Veränderungen in der Höhe des Vermögensbestandes werden nicht geltend gemacht. Darüber hinaus sind etwaige Wertveränderungen in Anbetracht der im Vergleich zum Gesamtunternehmenswert verhältnismäßig geringen Beträge sowie der kurzen Frist zwischen den beiden Bewertungsstichtagen für die eigene Schätzung des Senats ohne erkennbare Bedeutung.

(3) Entgegen der Auffassung der Antragsteller ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen auch nicht um Ersatzansprüche der Wella AG gegen die Antragsgegnerin zu erhöhen.

Soweit einige Antragsteller Nachteilsausgleichsansprüche der Wella AG für den Zeitraum 2005/2006 für zu niedrig halten und für den Zeitraum ab dem Geschäftsjahr 2006/2007 ganz vermissen, geht der Einwand schon deshalb fehl, weil aufgrund des am 9. Juni 2004 im Handelsregister eingetragenen Unternehmensvertrags und dem damit verbundenen Verlustausgleichsanspruch nach § 302 AktG ein Nachteilsausgleichsanspruch entfällt (§ 311 AktG).

Bereits vom Ansatz her fehlt geht auch der Einwand, es hätten Schadensersatzansprüche der Wella AG gegen die Antragsgegnerin wegen des Verstoßes gegen ein Wettbewerbsverbot berücksichtigt werden müssen. Innerhalb eines faktischen Konzerns – wie er bis zum Abschluss des Unternehmensvertrags zwischen der Wella AG und der Antragsgegnerin bestand – besteht der herrschenden Literatur zufolge kein Wettbewerbsverbot, wenn es sich bei der beherrschten Aktiengesellschaft um eine kapitalistisch verfasste, börsennotierte Gesellschaft handelt (vgl. MüKo/Altmeppen, AktG, 2015, Vor § 311 Rn 49 mwNachw). Darüber hinaus besteht der Rechtsprechung des Bundesgerichtshof zufolge auch dann kein Anspruch aufgrund eines Verstoßes gegen ein Wettbewerbsverbot, wenn – wie es ebenfalls mit Blick auf die Wella AG zutrifft – die Wettbewerbssituation bereits vor Erwerb der Mehrheitsbeteiligung bestanden hat (vgl. BGH, Beschluss vom 25. Juni 2008 - II ZR 133/07, juris Rn. 16; Pluskat EWIR 2009, 37).

Im Übrigen ergibt sich aus dem Vorbringen der Antragsteller auch sonst kein Anhalt für einen relevanten, realisierbaren Anspruch der Wella AG gegen die Antragsgegnerin, der den Wert der Wella AG aus der Sicht des Bewertungsstichtages spürbar beeinflusst haben könnte. Nur hierauf kommt es jedoch für den hier maßgeblichen Zweck der Überprüfung der Abfindung auf ihre Angemessenheit hin an. Demgegenüber ist es nicht die Aufgabe eines Spruchverfahrens, in der Sache über Schadensersatzansprüche zu entscheiden

(vgl. OLG München, Beschluss vom 05. Mai 2015 - 31 Wx 366/13, juris Rn. 93; Senat, Beschluss 5. Dezember 2013 - 21 W 36/12, juris Rn. 113).

ddd) Die vorstehenden Erwägungen zum anteiligen Unternehmenswert lassen sich anhand der nachfolgenden Tabelle nochmals verdeutlichen. Dabei orientiert sich die nachstehende Übersicht an der Notation im Übertragungsbericht. Hierbei werden die Zahlen bis auf den Kapitalisierungszinssatz und den Barwertfaktor, die Anzahl der Aktien sowie den ermittelten anteiligen Unternehmenswert jeweils in Millionen Euro angegeben.

	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	Ewige Rente
EBIT	194,5	181,8					
Finanzergebnis	-23,5	-9,9					
Unternehmenssteuern 31,8%	-33,7	-33,9					
Außerordentliches Ergebnis (Liquidation)	12,5	0,0					
Ergebnis nach Steuern	149,8	138,0					
Beteiligungserträge	0,0	0,0					
Ergebnis nach Steuern und Beteiligungserträgen	149,8	138,0					
Thesaurierung in ewiger Rente 0%	0,0	0,0					
Persönliche Steuer 17,5 %	26,2	24,2					
Zu kapitalisierendes Ergebnis	123,6	113,9	126,6	133,0	139,6	146,6	148,8
Barwertfaktor	0,9734	0,9264	0,8816	0,8390	0,7984	0,7599	21,2368
Barwert	120,3	105,5	111,6	111,6	111,5	111,4	3160,0
Ertragswert zum 14.12.2005	3832						
Nicht betriebsnotwendige Liquidität	424,0						
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	6,2						
Barwert der Steuervorteile aus Verlustvorträgen	0,7						
Unternehmenswert zum 14.12.2005	4263						
Anzahl Aktien	66.055.143						
Anteilliger Unternehmenswert	64,53						

Der Ertragswert zum 14. Dezember 2005 beläuft sich hiernach auf gerundet 3.832 Mio. €. Hinzu kommt nicht betriebsnotwendige Liquidität in einer Höhe von 424 Mio. €, nicht betriebsnotwendiges Vermögen in einer Höhe von 6,2 Mio. € sowie steuerliche Verlustvorträge in Höhe von 0,7 Mio. €, was zu einem Unternehmenswert am 14. Dezember 2005 in Höhe von 4.263 Mio. € führt. Bei 66.055.143 Aktien folgt hieraus ein anteiliger Wert von 64,53 €.

Da dieser Wert weit unterhalb der bereits gewährten Abfindung liegt, bedarf es des grundsätzlich gebotenen differenzierten Ausweises für Stamm- und Vorzugsaktien (vgl. dazu Senat, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11, juris Rn. 211 ff.) nicht mehr.

eee) Der dergestalt ermittelte anteilige Unternehmenswert wird durch eine ergänzend durchzuführende Gesamtbewertung (vgl. dazu Senat, Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11, juris Rn. 36) im Ergebnis jedenfalls nicht dahingehend in Frage gestellt, dass er über einer am Börsenkurs orientierten Abfindung liegen könnte.

Der aufgrund der Liquidität des Marktes allein für eine marktorientierte Bewertung in Betracht kommende Durchschnittskurs für Vorzugsaktien drei Monate vor der erstmaligen Bekanntgabe des Unternehmensvertrags liegt mit 80,41 € zwar oberhalb des hier ermittelten anteiligen Unternehmenswertes. Der Kurs ist jedoch – wie bereits im Rahmen der Diskussion des Betafaktors dargelegt – aufgrund der am Bewertungsstichtag geringen Marktliquidität nur in eingeschränktem Maße aussagekräftig.

Der im Übertragungsbericht durchgeführten vergleichenden Marktbewertung zufolge liegt der ermittelte Unternehmenswert der Wella AG in Abhängigkeit vom betrachteten Multiplikator und Referenzjahr oberhalb der Bandbreite alternativ ermittelter Unternehmenswerte. So liegt der höchste Wert – sofern man das EBIT 2005/2006 zugrunde legt und den Multiplikator der L'Oréal S.A. heranzieht – bei lediglich 3.511,5 Mio. € und damit weiterhin mehr als 500 Mio. € unter dem ausgewiesenen Wert.

Der mit Hilfe eines gerichtlichen Sachverständigen im Rahmen des Verfahrens 21 W 15/11 ermittelte Wert lag für den Bewertungsstichtag am 8. Juni 2004 bei 4.917,5 Mio. € und führte zu einem anteiligen Ertragswert in Höhe von ca. 75 €. Trotz des zeitlich gesehen relativ nahen Bewertungsstichtags bildet der Wert jedoch keine geeignete Vergleichsgrundlage. Denn die im Geschäftsjahr 2004/2005 geschlossenen Lizenzverträge sowie die mit diesen verbundenen Kommissionärs-/SRD- und Produktionsverträge, die in die vorgenannte Bewertung noch keinen Eingang gefunden hatten, führten ausweislich des Übertragungsberichts nach ihrem Wirksamwerden im Vergleich zu der Vergangenheit zu einer vollständigen Veränderung der Ertragslage der jeweils

betroffenen Gesellschaft. Entsprechend wurde die Ertragslage der Wella AG im Gegensatz zu vorher jedenfalls ab dem hier maßgeblichen Bewertungszeitpunkt geprägt durch die operativen Erträge bestehend aus Lizenzerträgen, Vertriebsvergütungen und Produktionsvergütungen.

Gleichzeitig zeigt die Bandbreite der Werte die erhebliche Unsicherheit, die der Unternehmenswertermittlung vorliegend zugrunde liegt. Entsprechend ist es sachgerecht, vornehmlich eine Obergrenze für den Unternehmenswert zu ermitteln. Dass die Obergrenze jedenfalls nicht über dem Börsenkurs der Gesellschaft liegt, zeigt nicht nur die Multiplikatoranalyse, sondern auch die große Differenz zwischen dem grundsätzlich – abgesehen vom Basiszins und dem Betafaktor – für plausibel und nachvollziehbar erachteten, im Übertragungsbericht dargelegten anteiligen Ertragswert und dem Börsenkurs für Stamm- bzw. Vorzugsaktien. Die Differenz bewirkt, dass an diversen Annahmen und Bewertungsparametern zugunsten der Minderheitsaktionäre Korrekturen vorgenommen werden könnten, ohne dass dies zu einem anteiligen Ertragswert führen würde, der Relevanz für die zu gewährende, angemessene Abfindung hätte.

fff) Entgegen der Ansicht einiger Antragsteller spielen schließlich die von der Antragsgegnerin für die Aktien der Wella AG gezahlten Preise keine Rolle: So hat bereits das Bundesverfassungsgericht dargelegt, dass Paketpreise bei der Bemessung der Barabfindung der Minderheitsaktionäre keine Rolle spielen, weil die dabei vereinbarten Preise zum Verkehrswert des Aktieneigentums keine Beziehung haben (vgl. BVerfG DB 1999, 1693, 1695). Dies entspricht auch der Auffassung des Senats (vgl. Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11, juris Rn. 146). Letztlich kommt es auf die grundsätzliche Bedeutung von Vorerwerbspreisen aber nicht an. Denn jedenfalls vorliegend sind sie nicht zur Bestimmung der angemessenen Abfindung heranzuziehen. Die von der Antragsgegnerin im Jahr 2003 gezahlten Preise für Vorzugsaktien lagen mit 65 € je Vorzugsaktie deutlich unter der gewährten Abfindung. Auf den für Stammaktien gezahlten Erwerbspreis in Höhe von 92,25 € kommt es aber nicht an, da bei der Preisfindung deutlich das

Motiv der Erlangung einer relevanten Stimmenmehrheit in der Hauptversammlung im Vordergrund stand und diese Erwägung beim Squeeze out keine Rolle spielen.

cc) Der Börsenkurs, der eine weitere Untergrenze der angemessenen Abfindung darstellt, beläuft sich für Stammaktien der Wella AG auf 81,56 € und für Vorzugsaktien auf 80,39 €. Dies ergibt sich aus der ergänzend eingeholten Stellungnahme der sachverständigen Prüferin (Bl. 3419 d. A.). In diesem Rahmen hat sie die Höhe des umsatzgewichteten Börsenkurses der Vorzugsaktien für einen Zeitraum von drei Monaten vor der erstmaligen Bekanntgabe des geplanten Squeeze out am 8. September 2005 ermittelt und mit den genannten Beträgen beziffert. Zugleich hat sie klargestellt, selbst nicht mehr an den zunächst vorgenommenen Bereinigungen festhalten zu wollen. Stattdessen hat sie nunmehr allein auf den nach § 5 Abs. 1 der Angebotsverordnung zum WpÜG ermittelten Börsenkurs abgestellt. Die durch die Bereinigungen vorgenommenen Börsenkurse belaufen sich demgegenüber auf 81,63 € und 80,41 €.

Unabhängig davon, dass die Abweichungen nur geringfügig sind, ist auf die unbereinigten Kurse abzustellen. Denn eine Bereinigung ist – so die sachverständige Prüferin zutreffend – jedenfalls dann nicht notwendig, wenn wie hier auf einen umsatzgewichteten Kurs abgestellt wird. Zudem ist jede Bereinigung mit einer gewissen Willkür verbunden und daher stets angreifbar. Schließlich wirkt auch die Durchschnittsbildung über drei Monate der etwaigen Notwendigkeit einer Bereinigung entgegen.

3. Damit ist im Ergebnis festzuhalten, dass nach Auffassung des Senats die angemessene Abfindung durch den Barwert der Ausgleichszahlungen als Untergrenze bestimmt wird und auf 93,84 € für Vorzüge und 93,30 € für Stämme heraufzusetzen ist.

Folgt man dieser Rechtsauffassung hingegen nicht, wird die angemessene Abfindung durch den jeweiligen umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs 3 Monate vor der öffentlichen Bekanntgabe des Squeeze out bestimmt und beläuft sich dann auf 80,39 € für Vorzüge und 81,56 € für Stämme. Insoweit ist es,

abweichend vom Übertragungsbericht, sachgerecht, zwischen den beiden Aktiengattungen zu differenzieren (vgl. Senat, Beschluss vom 28. März 2014 - 21 W 15/11, juris Rn. 212 ff.).

Soweit die Antragsgegnerin vorträgt, die Abweichung von 0,02 € mit Blick auf die Vorzugsaktien von der gewährten Abfindung rechtfertigt keine Heraufsetzung der Abfindung, obgleich der BaFin – Börsenkurs exakt berechnet werden könne (Bl. 3597), kann dies dahingestellt bleiben, da nach Auffassung des Senats auf den Barwert der Ausgleichszahlung als weitere Untergrenze abzustellen ist und die Erheblichkeit der gewährten Abfindung von der hiernach angemessenen Abfindung außer Frage steht.

4. Entscheidungen zu Kosten und Geschäftswert sind nicht zu treffen.

Zwar ist grundsätzlich der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens festzusetzen. Die Festsetzung des Geschäftswerts nach § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG a.F. ist in diesem Fall aber nicht unabhängig von der Entscheidung des Bundesgerichtshofs möglich. Dies gilt auch für die Kostenentscheidung.