



3-05 O 79/19

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der

Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG

- gemeinsamer Vertreter der außenstehenden Aktionäre -

gegen

Antragsgegnerin

Prozessbevollmächtigte:

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht
und die Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 23.6.2020 am 13.8.2020 beschlossen:

**Der angemessene Abfindungsbetrag gem. § 327a AktG für die ausgeschlossenen
Minderheitsaktionäre der Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG wird auf jeweils
EUR 77,79 für eine Aktie der Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG festgesetzt.**

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

**Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen
Kosten des Verfahrens zu erstatten.**

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

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

Gründe

I.

Die Elektrische Licht- und Kraftanlagen Aktiengesellschaft mit Sitz in Borken (Hessen), eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Fritzlar unter HRB 8129 (im Folgenden: E-AG), war jedenfalls im Jahre 2018/2019 eine regional tätige Unternehmensgruppe, die 2 Wasserkraftwerke hatte und betrieb sowie über Tochtergesellschaften Parkhäuser erworben und verwaltete. Das Grundkapital der Gesellschaft betrug DM 11.250.000,00 und war eingeteilt in 225.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Die Aktien der E AG waren im regulierten Markt an der Börse Hamburg unter der ISIN DE0005254007 / WKN 525400 zugelassen. Weiter wurde die Aktie im Freiverkehr an den Börsen Stuttgart und Berlin gehandelt.

Die Antragsgegnerin war Aktionärin der ELIKRAFT AG und hatte am 5. Dezember 2018 dem Vorstand der E AG mitgeteilt, dass ihr unmittelbar Aktien in Höhe von mehr als 95 % des Grundkapitals der ELIKRAFT AG gehörten, und die Durchführung eines förmlichen Verfahrens zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre (Minderheitsaktionäre) nach den §§ 327a f AktG die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung (sog. Squeeze-out) verlangt.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin die (im Folgenden Bewertungsgutachterin) mit einem Bewertungsgutachten, die eine Abfindung von EUR 62,79 je Aktie aufgrund des Ertragswertes ermittelte, da der Börsenkurs im 3-monatigen-Regerenzzeitraum vor dem 5.12.2018 nicht aussagekräftig sei, wobei bei der Kapitalisierung ein Basiszins von 1 % vor Steuern, eine Marktrisikoprämie von 5,5 nach pers. Steuern und ein mit einer peer group ermittelten Beta-Faktor unverschuldet von 0,37 und verschuldet von 0,42-0,45 und ein Wachstumsabschlag von 1,0 angesetzt wurde. Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten gutachterliche Stellungnahme zum Übertragungsbericht verwiesen.

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 11.12.2018– 3-05 O 161/18 – die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden Prüferin) zur sachverständigen Prüferin für

die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In deren Prüfbericht vom 11.4.2018 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 62,79 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 11.4.2018 verwiesen.

Mit Schreiben vom 12. April 2019 an die E-AG konkretisierte die Antragsgegnerin ihr Verlangen nach § 327a Abs. 1 AktG, wonach die Aktien an der ELIKRAFT AG, die von anderen Aktionären als der Antragsgegnerin gehalten werden (Minderheitsaktionäre), gem. §§ 327a f. AktG gegen Gewährung einer von der Antragsgegnerin KG zu zahlenden angemessenen Barabfindung von EUR 62,79 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der E AG auf die Antragsgegnerin übertragen werden. Zugleich legte die Antragsgegnerin als Nachweis eine Depotbestätigung vor, wonach ihr unverändert unmittelbar 213.820 der insgesamt 225.000 auf den Inhaber lautenden Stückaktien am Grundkapital der E AG und damit rund 95,03 % des Grundkapitals gehören.

Mit Schreiben vom 23. Mai 2019 teilte die Antragsgegner dem Vorstand der ELIKRAFT AG mit, dass sie sich aufgrund einer nach Abschluss der Bewertungsarbeiten eingetretenen Verringerung des Basiszinssatzes entschlossen habe, die Barabfindung auf EUR 69,39 je auf den Inhaber lautender Stückaktie der ET AG zu erhöhen.

In der Hauptversammlung der E AG vom 24.5.2018 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an die Antragsgegnerin gegen eine Abfindung je Aktie von 69,39 EUR beschlossen.

Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 31.7.2019 und wurden am 31.7.2019 bekannt gemacht. Zu diesem Zeitpunkt waren 11.180 Aktien der E AG noch in Streubesitz.

Im vorliegenden Verfahren begehren die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre eine Erhöhung der Abfindung.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag von EUR 69,39 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG.

Alle oder einzelne Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 0,75 % und die Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten Beta-Faktor sowie den Wachstumsabschlag für unzutreffend.

Es sei eine Diskontierung auf den Stichtag fehlerhaft unterlassen worden.

Zudem sei die verwendete Ertragsmethode nicht sachgerecht. Jedenfalls hätte der Börsenkurs berücksichtigt werden müssen.

Die Planung sei nicht plausibel. Sonderwerte seien nicht ordnungsgemäß ermittelt werden.

Die Ausschüttungsquote, jedenfalls die von 50 % in der zweiten Phase, sei nicht sachgerecht. Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragsschriften und die Stellungnahme des Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 25.11.2019 (Bd. XXXVIII Bl. 2 ff d. A.)

Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist dem Antrag entgegengetreten. Sie hält die Abfindung für angemessen.

Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel.

Der Ertragswert je Aktie sei zutreffend ermittelt worden.

Die Planung sei – jedenfalls zu Lasten der Minderheitsaktionäre, da die tatsächliche Entwicklung schlechter als geplant gewesen sei – nicht zu beanstanden. Die steuerlichen Verlustvorträge seien berücksichtigt worden. Nicht betriebsnotwendige Liquidität sei nicht vorhanden, ebenso wie weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen.

Ein abnehmender Verschuldensgrad sei bei der Planung berücksichtigt worden. Die Wachstumsthesaurierung sei zutreffend angesetzt worden. Auch die Bestandteile des Kapitalisierungszinssatzes seien zutreffend ermittelt und angesetzt worden. Ein Aufzinsung sei zutreffend nicht erfolgt, zumal der Kapitalisierungszins zur Hauptversammlung angepasst worden sei. Vorerwerbe seien nicht zu berücksichtigen.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf die Antragserwiderung vom 13.2.2020 (Bd. XXXVIII Bl. 127 ff d. A.) verwiesen.

II.

Die Anträge sind in dem sich aus dem Tenor ergebenden Umfang begründet. Soweit Antragsteller darüber hinaus eine höhere Erhöhung begehren, sind die Anträge unbegründet.

Eine Erhöhung der beschlossenen Barabfindung von EUR 69,39 je Aktie ist auf EUR 77,79 vorzunehmen.

Die angemessene Barabfindung nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre – hier der 24.5.2019 – berücksichtigen.

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 2497; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586; Beschl. v. Beschluss vom 20.08.2018 - 20 W 2/13 – BeckRS 2018, 26698 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO.

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

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

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

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ist nämlich die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einem gerichtlich bestellten Prüfer untersuchte Wertbemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem

angemessenen, d.h. zugleich nicht allein richtigen Abfindung führen (ähnlich BVerfG Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 –; KG WM 2011, 1705).

Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 –). Dabei ist nicht der höchst mögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. BGH NZG 2016, 139; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – mwN).

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

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

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit dies nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als

Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen. Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es daher nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Prüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht im Vorfeld der Maßnahme bestellten Prüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Übertragungsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung ist Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes.

Die Kammer ist dabei in der Auswahl der Bewertungsmethode grundsätzlich frei, solange sie eine geeignete und aussagekräftige Methode wählt und methodenkonform anwendet, die gewährleistet, dass das gefundene Bewertungsergebnis zu einer angemessenen Abfindung führt, die nicht unter dem Verkehrswert der Aktie liegt (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, Rn. 34). Denn es gibt nicht „den einen exakten oder wahren Unternehmenswert“ und auch keine als „einzig richtig“ anerkannte Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts einer Aktie. Es kann nicht einmal festgestellt werden, dass eine der gebräuchlichen Methoden in der Wirtschaftswissenschaft unumstritten wäre (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 138).

Die Kammer wählt im vorliegenden Fall als marktwertorientierte Bewertungsmethode zur Ermittlung des Verkehrswerts der Aktien die Heranziehung von Börsenkursen (zu dessen Verwertbarkeit und zu den folgenden Ausführungen bereits LG Stuttgart, Beschluss vom 8.5.2019 - 31 O 25/13 KfH SpruchG und Kammerbeschlüsse vom 27.6.2019 – 3-05 O 38/18 - BeckRS 2019, 15231 und 20.8.2019 – 3-05 O 25/18 .)

Das BVerfG (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, Rn. 54, 56 - aaO) hat im Jahr 1999 zur Frage der Relevanz des Börsenkurses ausgeführt; dass auszugleichen ist, was dem Minderheitsaktionär an Eigentum im Sinne von Art. 14 Abs. 1 GG verloren gehe. Dabei dürfe die Verkehrsfähigkeit als Eigenschaft des Aktieneigentums bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts nicht außer Betracht bleiben. Die Beteiligung an einer

börsennotierten Aktiengesellschaft sei gerade durch die besondere Verkehrsfähigkeit der Aktie geprägt. Darin unterscheide sich die Beteiligung an einer Aktiengesellschaft von anderen Unternehmensbeteiligungen. Vor allem treffe das auf Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften zu, die es dem Gesellschafter, jedenfalls in Zeiten eines funktionierenden Kapitalmarktes, praktisch jederzeit erlaubten, sein Kapital nach freiem Belieben zu investieren oder zu deinvestieren. Die Aktie sei aus der Sicht des Kleinaktionärs gerade deshalb so attraktiv, weil er sein Kapital nicht auf längere Sicht binde, sondern sie fast ständig wieder veräußern könne. Der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch die Strukturmaßnahme erleidet, stelle sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar, und dieser Verkehrswert sei „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“.

Der BGH (Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, juris Rn. 17, 21 „DAT/Altana“ aaO) hatte daraus zunächst abgeleitet, dem außenstehenden Aktionär müsse „grundsätzlich mindestens der Börsenwert als Barabfindung“ gezahlt werden. Wenn jedoch der Schätzwert höher sei als der Börsenwert, stehe dem Aktionär der „höhere Betrag des quotale auf die Aktie bezogenen Schätzwertes zu. Dies wurde so verstanden, dass neben dem Börsenkurs als Untergrenze der Abfindung (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12 –, juris Rn. 19 aaO) stets noch ein Wert „im Wege der Schätzung“ nach der Ertragswertmethode zu ermitteln sei. Der (durchschnittliche) Börsenkurs wurde somit nicht für die Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie, sondern nur zu Kontrollzwecken im Sinne einer Plausibilitätsbeurteilung verwendet.

Das BVerfG (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom / T-Online“, NZG 2011, 2497 Rn. 23, 24; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 –, juris Rn. 18) hat jedoch in zwei Entscheidungen von 2011 und 2012 dagegen noch einmal betont, dass es um den Betrag gehe, den die Minderheitsaktionäre „bei einer freien Deinvestitionsentscheidung“ erhalten hätten, und klargestellt: Erstens sei die Anwendung der Ertragswertmethode verfassungsrechtlich nicht geboten. Zweitens könne „bei Einhaltung bestimmter Mindeststandards“ auch eine Bewertung allein anhand des Börsenkurses genügen. Drittens hätten die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch darauf, dass der anteilige Wert ihres Aktieneigentums nach allen erdenklichen Methoden ermittelt und die angemessene Abfindung nach dem „Meistbegünstigungsprinzip“ festgestellt werde (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom / T-

Online“, Rn. 23, 24 aaO; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 –, juris Rn. 18a aaO).

In der „Stollwerck“-Entscheidung von 2010 hat der BGH ausgeführt, dass die angemessene Abfindung im entschiedenen Fall nach dem höheren Börsenwert der Aktie zu bestimmen sei, da dieser über dem nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Schätzwert liege und keine Marktmenge bestanden habe (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 10). In der Entscheidung vom 29. September 2015 (II ZB 23/14 Rn. 33) hat der BGH schließlich die „marktorientierte Methode nach dem Börsenwert des Unternehmens“ als grundsätzlich gleichberechtigte Methode neben der Ertragswertmethode und anderen Bewertungsmethoden aufgezählt und in einer weiteren Entscheidung vom 12.1.2016 – II ZB 25/14 – BeckRS 2016, 6216) dies vertieft.

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

unechten und echten Synergieeffekte (a.a.O. Rn. 29). Diese Überlegungen sprechen nach Auffassung der Kammer dafür, dass umgekehrt auch die anlässlich einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme abzufindenden Minderheitsaktionäre die „Wertschätzung des Marktes“ grundsätzlich akzeptieren, sich also in der Regel zum Börsenkurs abfinden lassen müssen (so bereits LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 107, juris).

Ausgehend von diesen Grundsätzen erweist sich die Angemessenheit der Barabfindung nach dem Börsenkurs als angemessen. Eine Schätzung des Unternehmenswertes anhand der Börsenwerte der Gesellschaft auch im Fall der Abfindung nach einem Squeeze out ist grundsätzlich möglich. Die - kostengünstigere - Orientierung der Schätzung anhand der Börsenkurse ist als denkbare Alternative zum Ertragswertverfahren anerkannt. Allerdings lässt sich die Frage, welchem Verfahren - insbesondere dem fundamentalanalytischen Ertragswertverfahren oder der marktorientierten Methode - bei einer Unternehmensbewertung der Vorrang zukommt, nicht allgemein beantworten. Vielmehr ist die Frage nach der vorzuziehenden Schätzmethode abhängig von den Umständen des Einzelfalls, insbesondere den jeweiligen individuellen Umständen des zu bewertenden Unternehmens.

Die Kammer hat bereits in ihrer Entscheidung vom 26.1.2012 – 3-05 O 102/05 - der Börsenkursentwicklung eine entscheidende Bedeutung beigemessen wurde, da die Ertragswertmethode – wegen ihrer Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den Berechnungsparametern – der kapitalmarktorientierten Ermittlung des Werts eines Unternehmens nicht überlegen ist.. Für die im Rahmen der Ausübung des Schätzungsermessens nach § 287 Abs. 2 ZPO bestehende Freiheit, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen, hat sich neben dem OLG Stuttgart auch das OLG Frankfurt ausgesprochen, und zwar schon vor der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 138 ff., 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 67; OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35 ff., 52 ff.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Dezember 2013 – 21 W 40/11 –, Rn. 43, juris; im Grundsatz auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12 –, juris Rn.

24, einschränkend jedoch bei nicht aussagekräftigem, weil im entschiedenen Fall durch öffentliche Angebote verzerrtem Börsenkurs).

In der Entscheidung vom 29. September 2015 (II ZB 23/14 Rn. 33 aaO) hat der BGH neben der Ertragswertmethode eine Wertbestimmung durch eine „marktorientierte Methode nach dem Börsenwert des Unternehmens“, durch das dem der Ertragswertmethode „ähnlichen Discounted-Cash-Flow-Verfahren“ und in besonderen Fällen die Bewertung des Liquidationswerts als denkbare Methoden aufgezählt. Der BGH hat in der Entscheidung formuliert, dass „in der Regel“ davon ausgegangen werden könne, dass der Anteilswert „dem Börsenwert der gehaltenen Aktien zu entnehmen ist“, diesem also entspricht. Wörtlich verstanden, liegt darin eine Abkehr von der früheren Rechtsprechung, wonach der Börsenkurs nur die „Untergrenze“ der angemessenen Abfindung bilde.

Im Anschluss an die weitere BGH-Entscheidung vom 12. Januar 2016 (aaO) hat das OLG Düsseldorf ausgeführt, dass im Grundsatz – wie sich aus dieser BGH-Entscheidung ergebe – eine Unternehmensbewertung in Spruchverfahren auch allein anhand des Börsenkurses erfolgen könne, wenn eine "effektive Informationsbewertung" durch die Marktteilnehmer vorliege (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. Dezember 2016 – I-26 W 25/12 (AktE) –, Rn. 49, juris). Das LG Leipzig hat in einem im Dezember 2016 entschiedenen Spruchverfahren unter Verweis auf die BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 nur geprüft, ob der (durchschnittliche) Börsenkurs eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert erlaube, und hat dies im entschiedenen Fall mangels Vorliegens einer Marktenge unter Überprüfung der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebVO bejaht, ohne auf Fragen der Ertragswertberechnung näher einzugehen (LG Leipzig, Beschluss vom 09. Dezember 2016 – 01 HK O 2401/15, Seite 8 ff.; im Ergebnis bestätigt durch das OLG Dresden, Beschluss vom 16. August 2017, – 8 W 244/17, Seite 13 ff., freilich unter Überprüfung anhand der Ertragswertmethode).

Das Landgericht Stuttgart (LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 87 ff., juris; Beschluss vom 17. September 2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG –, Rn. 145 ff., juris) hat ausführlich begründet, dass zur Prüfung und Wahl der Bewertungsmethodik auch die tatrichterliche Beurteilung gehört, ob eine allein am Börsenkurs orientierte Abfindung im Einzelfall angemessen sei und dass das auszuübende Schätzungsermessens nach § 287 Abs. 2 ZPO auch die Freiheit umfasse, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen

Auch in der juristischen Literatur ist inzwischen ein Meinungsumschwung von der Einordnung des durchschnittlichen Börsenkurses als bloßer Untergrenze der Abfindung hin zur in der Regel ausschließlichen Maßgeblichkeit von Börsenkursen zu erkennen. Katzenstein (AG 2018, 739 ff., 745 f. bei Fn. 79 f.) betont, dass das Recht Spielraum für Alternativen zum Ertragswertverfahren lasse, und spricht in diesem Zusammenhang explizit die in der jüngeren Judikatur thematisierte alleinige Heranziehung von Börsenwerten in Spruchverfahren an. Emmerich hält die Bewertung anhand „realistischer“, also aussagekräftiger Börsenkurse anstelle der Ertragswertmethode trotz verbreiteter Einwände der Betriebswirtschaftslehre für grundsätzlich vorzugswürdig. Man solle sich „wo immer möglich an Marktpreisen zu orientieren“ (Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 8. Aufl. 2016, § 305 Rn. 41a, 41b, 41c, 69b). Auch Krieger (Krieger, in Münchener Handbuch Gesellschaftsrecht Band 4, 4. Aufl. 2015, § 71 Rn. 139) und Veil/Preisser (Veil/Preisser, in Spindler/Stilz, 4. Aufl. 2019, AktG § 305 Rn. 55) plädieren dafür, den Unternehmenswert einer börsennotierten Gesellschaft in der Regel nach dem Börsenkurs der Aktien zu bestimmen und den Börsenwert nicht nur als „Abfindungs- bzw. Wertuntergrenze“ zu verstehen. Die Autoren können sich hier auf Vorarbeiten in der juristischen und betriebswirtschaftlichen Literatur berufen (vgl. Steinhauer, AG 1999, 299, 306 f.; Stilz ZGR 2001, 875, 892 ff.; Weber, ZGR 2004, 280; Aha, AG 1997, 26, 27 f.; Busse v. Colbe, FS Lutter, 2000, 153, 164 f.; Luttermann, ZIP 1999, 45, 47 f.; Weißhaupt, Der Konzern 2004, 474, 479 ff.; Zeidler, NZG 1998, 949 f.). Stilz (ZGR 2001, 875 ff., 892) hat bereits im Jahr 2001 zutreffend darauf hingewiesen, dass der Mehrheitsaktionär den Minderheitsaktionären bei Durchführung einer Strukturmaßnahme als Abfindung den Verkehrswert ihrer Anteile schulde, der jedoch nicht zwangsläufig mit dem nach der Ertragswertmethode berechneten anteiligen Wert übereinstimme. Steinhauer (AG 1999, 299 ff., 300, 302) führte schon 1999 aus, den Börsenkurs nur bei einer fehlerhaften Informationsvereinbarung durch den Kapitalmarkt nicht als maßgeblich heranzuziehen, und hat herausgearbeitet, dass politische Ereignisse, Gerüchte und psychologische Momente durchaus auch zu den wertbezogenen Faktoren gehören, an denen sich der Verkehrswert an der Börse orientiert (Steinhauer,). Fleischer (AG 2016, 185, 192) vertritt die These, ein „marktorientierter Methodenpluralismus“ verspreche gegenüber der Ertragswertmethode „validere Unternehmenswerte“.

Bei Unternehmen, deren Aktien an der Börse gehandelt werden, ist danach die marktorientierte Bewertung anhand des Börsenkurses eine grundsätzlich geeignete und in der Regel zu angemessenen Ergebnissen führende Bewertungsmethode. Denn die Börse ist der Ort, an dem in einer Marktwirtschaft die Aktionäre und Personen, die Aktionäre der Gesellschaft werden wollen, ihre Wertschätzung zum Ausdruck bringen. Im Börsenkurs spiegelt sich die beobachtbare Wertschätzung der Marktteilnehmer wider. Der Börsenkurs reflektiert den größtmöglichen Konsens zwischen den Marktteilnehmern über den Wert der Aktie (OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, juris Rn. 54 ff., 56), weil gewöhnliche Marktteilnehmer regelmäßig die Börse als Ort des Handelns, als Handelsplatz (vgl. § 2 Abs. 5 BörsG) nutzen (und nicht den außerbörslichen Handel), wenn die Börse den Handel mit der betroffenen Aktie möglich macht, und weil der Börsenkurs den Ausgleich von Angebot und Nachfrage reflektiert. Preise, die während der Börsenzeit an einer Börse festgestellt werden, sind Börsenpreise. Als Börsenpreise werden im Übrigen auch Preise angesehen, die während der Börsenzeit im Freiverkehr an einer Wertpapierbörse festgestellt werden (§ 24 Abs. 1 BörsG). Börsenpreise müssen ordnungsmäßig zustande kommen und „der wirklichen Marktlage des Börsenhandels entsprechen“ (so ausdrücklich § 24 Abs. 2 BörsG). Deshalb ist der Börsenkurs regelmäßig als Verkehrswert der Aktie anzusehen (BVerfG, aaO).

Der BGH spricht in der „Stollwerck“-Entscheidung von 2010 (aaO) die sich an der Börse widerspiegelnde „Markterwartung“ an, indem er formuliert, dass sich der Börsenkurs „aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet“, bis er durch das Bekanntwerden der bevorstehenden Strukturmaßnahme beeinflusst wird. Zu Recht geht der BGH somit davon aus, dass Börsenkurse regelmäßig einen vom Kapitalmarkt erwarteten Unternehmenswert abbilden. Die Kammer ist bereits seit ihrem Beschluss vom 17.2.2009 – 3-05 O 56/06 (aaO)-überzeugt, dass die Ertragswertmethode der marktorientierten Bewertung anhand des Börsenkurses methodisch nicht überlegen, sondern höchstens gleichwertig ist.

Die Ertragswertmethode nimmt nämlich für sich in Anspruch, zunächst einen hypothetischen Verkehrswert für das Unternehmen insgesamt aus Sicht eines gedachten bestinformatierten Käufers zu ermitteln, den es in der Realität aber nicht gibt. In einem zweiten Schritt muss bei der Ertragswertmethode aus diesem hypothetischen Unternehmenswert, der anhand diskontierter prognostizierter künftiger Erträge des Unternehmens gewonnen wurde, dann der

Wert des Anteils abgeleitet werden. Existiert hingegen für Unternehmensanteile wie Aktien ein beobachtbarer Marktpreis, so wird das Bewertungsproblem „im Ansatz von den Füßen auf den Kopf“ gestellt, wenn man statt der „denkbar einfachsten und zudem naheliegenden Bewertungsmöglichkeit“ eine aufwendige (hypothetische) Ertragswertbetrachtung vornimmt und über diese indirekt einen hypothetisch fairen Wert der Aktie aus Sicht eines idealtypisch bestinformatierten Aktionärs mit fiktivem Zugang zu sämtlichen bewertungsrelevanten Unternehmensdaten rechnerisch ermittelt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, aaO Rn. 58). Mit dem Wert, den der Aktionär im Falle einer börsennotierten Gesellschaft bei einer freien Deinvestitionsentscheidung durch Veräußerung seiner Aktien an dem ihm zur Verfügung stehenden Markt – der Börse – erzielen könnte, hat dieses theoretische Ergebnis allenfalls zufällig etwas zu tun (so schon LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 90, juris).

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

Im Übernahmerecht gilt sowohl für freiwillige Übernahmeangebote als auch für Pflichtangebote: Die angebotene Gegenleistung muss angemessen sein, und dabei ist der Börsenkurs zu berücksichtigen (§§ 31 Abs. 1, 39a WpÜG). Im Interesse einer schnellen und für die Beteiligten möglichst rechtssicheren Abwicklung solcher öffentlicher

Marktransaktionen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S. 27) sieht die aufgrund von § 31 Abs. 7 WpÜG erlassene WpÜG-AngebVO die Orientierung am gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs in einem Dreimonatszeitraum vor der Veröffentlichung vor, und verlangt eine Unternehmensbewertung nur, wenn für die Aktien an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abweichen.

Im Aktienrecht hat der Gesetzgeber geregelt, dass ein mit der Verwässerung von Anteil und Stimmrecht verbundener Ausschluss des Bezugsrechts nach § 186 Abs. 3 Satz 4 AktG insbesondere dann zulässig ist, wenn die Kapitalerhöhung gegen Bareinlagen zehn vom Hundert des Grundkapitals nicht übersteigt und der Ausgabebetrag den Börsenpreis „nicht wesentlich unterschreitet“.

Auch in anderen Rechtsgebieten geht der Gesetzgeber von der Angemessenheit von Marktpreisen aus, die an der Börse zustande kommen (vgl. §§ 385, 1221, 1235 Abs. 2, 1295 BGB; §§ 373 Abs. 2, 381 Abs. 1 HGB; § 821 ZPO; vgl. dazu Aha, AG 1997, 28 f.). Im ehelichen Güterrecht werden Zugewinn- und Pflichtteilsansprüche gegebenenfalls auf der Grundlage von Börsenkursen ermittelt.

Kapitalmarkteffizienz wird häufig nur in abgestufter Form zu finden sein. Ein hocheffizienter Kapitalmarkt läge nur dann vor, wenn sämtliche überhaupt existierenden, wertbeeinflussenden Informationen über die Aktie und das Unternehmen stets allen Marktteilnehmern vorlägen und dementsprechend in den Aktienkursen reflektiert wären. Davon kann in der Praxis nicht ausgegangen werden. Der Kapitalmarkt wie auch die Bewertung nach dem Ertragswertverfahren durch unternehmensexterne Wirtschaftsprüfer steht vor dem Problem des Zugangs zu allen relevanten Unternehmensdaten. Der ausscheidende Minderheitsaktionär kann eine realitätsgerechte Bewertung seiner Aktie verlangen, die sich am Verkehrswert orientieren muss. Die partielle Informationsineffizienz des Kapitalmarkts spricht aber nicht gegen die Legitimität der Heranziehung real gebildeter (Markt-)Preise für die Aktie bei der Bestimmung des Verkehrswerts. Denn man kann zumindest davon ausgehen, dass erstens in die Wertpapierkurse zwar nicht alle vorhandenen, aber doch alle der Öffentlichkeit zugänglichen Informationen potentiell Eingang finden, und dass zweitens von schlecht informierten oder irrational agierenden Marktteilnehmern aufgerufene, zu geringe Angebotspreise schnell von gut informierten, professionellen Anlegern ausgenutzt und zur eigenen Gewinnmaximierung genutzt werden mit der Folge, dass sich der Kurs nach kurzer Zeit dem Wert angleicht, den die bestinformierten Anleger der Aktie beimessen (zum Ganzen vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, juris Rn. 63 ff.; wie hier LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 92, juris). Der BGH hat bereits in der Entscheidung vom 12. März 2001 (II ZB 15/00 – Rn. 19 aaO) darauf abgestellt, dass für die Legitimation zur Heranziehung der Börsenkurse maßgeblich sei, ob und dass „die Börse auf der Grundlage der ihr zur Verfügung gestellten Informationen“ zu einer zutreffenden Bewertung gelangt. Eine strenge Informationseffizienz im Sinne einer Freiheit des Marktes von Informationsasymmetrien verlangt er demnach für die Aktienbewertung nicht. In der Entscheidung vom 12. Januar 2016 (II ZB 25/14 aaO) führt der BGH aus, dass der Anteilswert „aufgrund einer Unternehmensbewertung zu ermitteln sei“, wenn „im konkreten Fall von der Möglichkeit einer solchen effektiven Informationsbewertung nicht ausgegangen werden (kann), so dass

der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den (mindestens zu gewährenden) Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt. Das kann im Umkehrschluss nur bedeuten, dass die Heranziehung von Börsenkursen zur Bewertung im Spruchverfahren legitim ist und ausreicht, wenn es keine Anhaltspunkte – jedenfalls nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre – für eine „ineffektive Bewertung“ der dem Kapitalmarkt zugänglich gemachten Informationen gibt (so auch LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 93, juris).

Die Ertragswertmethode hat zwar gegenüber der marktorientierten Bewertung nach Börsenkursen den Vorteil, dass sie auch der Öffentlichkeit nicht zugängliche, bewertungsrelevante Informationen etwa zur Unternehmensplanung, ausschließlich unternehmensintern zur Verfügung stehende Informationen über die Konkurrenzsituation am Markt oder interne Informationen über noch nicht öffentlich bekannte Produktentwicklungen mit Ertragspotential wie auch noch nicht öffentlich bekannte, aber unternehmensintern bei der Planung berücksichtigte Ertragsrisiken berücksichtigen kann und sollte. Auf diesen besonderen Wert einer Ertragswertbegutachtung durch einen Wirtschaftsprüfer als Sachverständigen, „in das Unternehmen hineinschauen zu können“, weisen Wirtschaftsprüfer gerne hin, was jedoch im Einzelfall – wie der Kammer als der seit 2003 für Hessen allein zuständigen erstinstanzlichen Gericht immer wieder vor Augen geführt wird – nicht unproblematisch ist, aufgrund der – auch im vorliegenden Verfahren – erhobenen Beanstandungen an der Planung und aufgrund der Verfahrensdauer in vielen Verfahren nachträglich zu beobachtenden tatsächlichen Entwicklung mit signifikanten Abweichungen zur Planung (in beide Richtungen).

Leitlinie bei der Angemessenheitsdiskussion muss die verfassungsgerichtliche Vorgabe sein, den Betrag zu ermitteln, der dem Verkehrswert der Aktie zum Stichtag entspricht. Das ist der Betrag, den der außenstehende Aktionär bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ bzw. einer fiktiven Veräußerung am Markt zu diesem Zeitpunkt – dem Bewertungsstichtag – bekommen hätte (auch wenn er im Falle des § 327a AktG nicht „freiwillig“ veräußern wollte und nicht freiwillig veräußert hätte. Der außenstehende Aktionär hat nämlich auch an dem nur unvollständig informierten Kapitalmarkt bei einer freien Deinvestitionsentscheidung praktisch keine Chance auf eine Realisierung potentiell werterhöhender, aber am Kapitalmarkt noch nicht bekannter Faktoren. Umgekehrt werden ihm – über bloß spekulative Erwägungen anderer Marktteilnehmer hinausgehend – bei einer freien Veräußerung über die Börse am Kapitalmarkt im Rahmen der Preisbildung auch keine öffentlich noch unbekannten

unternehmensinternen Risiken „entgegengehalten“; er hat vielmehr die Chance, dann dennoch den – bei Ertragswertbetrachtung eigentlich „zu hohen“ – Börsenkurs als von der Öffentlichkeit so wahrgenommenen Verkehrswert zu realisieren. Eine

„Kombinationsmethode“ dahingehend, dem Aktionär mindestens den Börsenkurs als „Untergrenze“ und zugleich einen etwaigen höheren Ertragswert zuzubilligen, ihm einen etwaigen im Vergleich zum Börsenkurs niedrigeren Ertragswert aber nicht zum Nachteil gereichen zu lassen, läuft letztlich auf eine unbillige „Rosinentheorie“ hinaus, die Chancen und Risiken ungleich verteilt und weder einfachgesetzlich legitimiert werden kann noch verfassungsrechtlich geboten ist (wie hier schon LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 96, juris).

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

Die Ertragswertmethode blendet zudem aus, dass Aktionäre individuelle Anlageentscheidungen regelmäßig nach Heranziehung ganz anderer fundamentalanalytischer Daten und nach Vergleichen mit Papieren anderer Emittenten treffen: Von Bedeutung für sie sind etwa die Dividendenrendite, das Kurs-Gewinn-Verhältnis (eine Aktie, die mit einem KGV unterhalb des langjährigen branchenspezifischen Mittelwert liegt, gilt als günstig), das Kurs-Buchwert-Verhältnis, das Kurs-Umsatz-Verhältnis, die Gesamtkapitalrendite oder die Eigenkapitalquote (insbesondere als Indikator für die finanzielle Stabilität oder Fremdkapitalabhängigkeit eines Unternehmens). Informationen und Mittel zur Ertragswertberechnung, die einem vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfer im Vorfeld eines Spruchverfahrens zugänglich gemacht werden, stehen den Minderheitsaktionären am Markt regelmäßig nicht zur Verfügung, sie spielen am Aktienmarkt bei börsennotierten Gesellschaften für die allermeisten Aktionäre keine Rolle. „Kein rational handelnder Minderheitsaktionär wird seine Entscheidung ernsthaft davon abhängig machen, was der zum Bewertungsstichtag gültige IDW-Standard vorschreibt“ (Fleischer, AG 2016, 185, 195 unter

Hinweis auf eine ökonomische Dissertation von Karämi, Unternehmensbewertung im Spruchverfahren beim „Squeeze-out“, 2014, S. 252). Der mithilfe der Ertragswertmethode ermittelte „Unternehmenswert“ ist nämlich aufgrund zahlreicher dem Verfahren immanenter Unwägbarkeiten notwendigerweise nur eine Fiktion (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 256, juris). Demgegenüber beruhen Börsenkurse regelmäßig auf einem realen Handelsgeschehen.

Wenn sich Minderheitsaktionäre auf einen (wenn auch eingeschränkt effizienten) Kapitalmarkt begeben, um dort Aktien zu erwerben, so unterwerfen sie sich auch für den Fall einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ von vornherein den jeweiligen Marktgegebenheiten. Sie erwerben die Aktien an der Börse regelmäßig nicht in der Erwartung, später eine Abfindung auf der Grundlage eines Ertragswertgutachtens zu bekommen, sondern allenfalls in der Hoffnung, diese Aktie später gegebenenfalls an der Börse wieder zu einem mindestens gleich hohen Preis nach Vereinnahmung von Dividenden veräußern zu können. Der Markt, auf den sie sich bei der Investitionsentscheidung begeben haben, gewährt ihnen keine Sicherheit, dass ihre (Gewinn-) Erwartung zum Zeitpunkt einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ auch eintritt (wie hier LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 100, juris).

Die Bewertung nach der Ertragswertmethode muss zudem mit Plausibilisierungen und Schätzungen arbeiten ist daher mit zahlreichen – teilweise subjektiv gefärbten – Unschärfen und Unwägbarkeiten behaftet (so schon Kammerbeschluss vom 13.3.2009 – 3-05 O 56/06 -). Kern des Ertragswertverfahrens ist die Diskontierung prognostizierter künftiger Erträge, deren Höhe aber nicht bekannt ist, die also nur aufgrund der bisherigen Erträge, der Unternehmensplanungen und allgemeinen Einschätzungen der Zukunft geschätzt werden können. Der Ertragswertmethode, ob nun in Gestalt des CAPM oder des Tax-CAPM, wird in der Literatur vorgeworfen, dass die gebräuchlichen Berechnungsmodelle aufgrund ihrer Bedingungen, die nur in einer idealen Modellwelt Gültigkeit hätten, eine „pseudo-mathematische Exaktheit“ vortäuschten. Die Konsequenz könne zum Schutz der außenstehenden Aktionäre nur darin liegen, „sich wo immer möglich an Marktpreisen zu orientieren“ (Emmerich, in Emmerich/Habersack, a.a.O. 8. Aufl. 2016, § 305 AktG Rn. 41a, 41b, 69b). Bei einer Ertragswertberechnung etwa nach Tax-CAPM ist bei vielen Parametern eine ganze Bandbreite von Werten (insbesondere bei der Marktrisikoprämie) vertretbar und angemessen, ohne dass ein in die Formel eingesetzter Wert als allein „richtig“ und zu einem einzig zutreffenden „wahren Unternehmenswert“ führen würde. Bereits marginale

Änderungen etwa beim Basiszins oder der Marktrisikoprämie können erhebliche Auswirkungen auf das Ergebnis der Ertragswertberechnung haben.

Eine gerichtliche Prüfung des Ertragswerts ist und bleibt deshalb entbehrlich, wenn es aussagekräftige Börsenkurse gibt, die zur Bestimmung des Verkehrswerts der Aktie heranzuziehen sind.

In diesem Fall bildet der Börsenkurs nicht die Untergrenze, sondern tatsächlich die angemessene Abfindung. Diese Auffassung entspricht auch dem Gebot, im Rahmen der Angemessenheitsprüfung den Aufwand für die Unternehmensbewertung – diese beruht ohnehin (auch beim Börsenkurs) auf einer Schätzung nach §§ 287 Abs. 2 ZPO, 738 Abs. 2 BGB – in verfahrensökonomisch vertretbaren Grenzen zu. Die gegenteilige Auffassung, die auch bei aussagekräftigem Börsenkurs stets (mindestens) eine Plausibilisierung durch eine Ertragswertbetrachtung fordert, ist spätestens durch die Entscheidung des BGH vom 29. September 2015 (aaO) als überholt anzusehen und läuft auf eine Bestimmung der Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip hinaus (durch Abfindung zum Ertragswert, wenn dieser im Einzelfall höher ist als der aussagekräftige Börsenkurs). Die Anwendung eines solchen Meistbegünstigungsprinzips können die Minderheitsaktionäre aber, wie bereits ausgeführt, weder nach einfachgesetzlichen Regelungen noch aufgrund von Art. 14 Abs. 1 GG verlangen. Die noch in der BGH-Entscheidung vom 12. März 2001 wohl für erforderlich angesehene Ermittlung eines „Schätzwerts“ (gemeint: Ertragswert – vgl. Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 883), der Vergleich des Ertragswerts mit einem aussagekräftigen Börsenkurs und die Wahl des höheren der beiden Beträge zur Bestimmung der angemessenen Abfindung (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, juris Rn. 21) wird damit obsolet.

Soweit in der Literatur die Gleichsetzung von Börsenpreis und Unternehmenswert als problematisch (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 819) bezeichnet wird, weil der Wert als „allgemeingültige und objektive Eigenschaft eines Unternehmens“ nicht mit dem von subjektiven Vorstellungen geprägten Preis identisch sein müsse (vgl. die Zitate bei Henselmann, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Seite 114), ist dem zunächst entgegenzuhalten, dass an einem funktionierenden Kapitalmarkt der Markt die „richtige“ Unternehmensbewertung liefert – und zwar nicht nur aus Sicht des Gesetzgebers (BT-Drucks. 13/9712, S. 13) und aus juristischer Sicht (vgl. Steinhauer, AG 1999, 303 f.), sondern durchaus auch aus ökonomischer Sicht, was in den Überlegungen der Kapitalmarktforschung (dazu sogleich) und in der Formulierung zum Ausdruck kommt, dass

zumindest ein „vollkommener Markt“ (gemeint wohl: informationseffizienter Markt) einen „eindeutigen Marktpreis“ generiere (vgl. Henselmann, in Peemöller, a.a.O. Seite 113).

Dementsprechend ist auch aus verfassungsrechtlicher Sicht der im Spruchverfahren „gesuchte“ Verkehrswert „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 - 1 BvR 1613/94 -, juris Rn. 56, 60, 63 aaO).

Der Zugriff auf (ggf. vermeintlich) zusätzliche Informationen bei Praktizieren des Ertragswertverfahrens wird als Vorteil dieser Methode und als Nachteil einer Wertindikation über den Börsenkurs dargestellt (Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 455 ff., 457). Durch die verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie ist aber bekannt, dass die Kapitalmarktteilnehmer, die durch ihr Handeln den Verkehrswert der Aktie prägen, ohnehin regelmäßig unvollständig informiert sind und die sich hieraus ergebende Unsicherheit etwa durch Orientierung am Handeln der „Mehrheit“ der übrigen Akteure am Markt auszugleichen versuchen. Wenn sie aber in Unkenntnis nicht öffentlich bekannter Tatsachen dennoch Anlageentscheidungen treffen und dadurch Transaktionen zustande kommen, anhand derer Verkehrswerte feststellbar sind, so schießt die Ertragswertmethode mit der „Einpreisung“ nicht öffentlich bekannter Informationen zumindest aus verfassungsrechtlicher Perspektive übers Ziel hinaus (auch wenn eine zu hohe Abfindung freilich verfassungsrechtlich unbedenklich ist).

Für den Rückgriff auf Börsenkurse als Marktpreise – wo immer möglich – bei der Angemessenheitsprüfung im Spruchverfahren sprechen die Erkenntnisse aus der neoklassischen Kapitalmarkttheorie, die auf zwei sich bedingenden ökonomischen Konzepten beruhen: auf der Idee des „Gleichgewichtspreises“ und dem Konzept der „Informationseffizienz“. Dabei ergibt sich allerdings aus der verhaltensorientierten Finanzmarkttheorie, dass beide Prämissen in der Realität nicht in Reinform zu finden sind, so dass etwa eine „vollkommene Informationseffizienz“ als unrealistische Bedingung schlechterdings auch nicht gefordert werden kann, um Börsenkurse zur Bewertung heranzuziehen.

Jedoch gilt auch in der Kapitalmarkttheorie, dass der Wert einer Aktie von unsicheren Erwartungen abhängt, über die einzelne Marktteilnehmer durchaus unterschiedliche Vorstellungen haben können. Diese Marktteilnehmer werden – basierend auf ihren Erwartungen – Kauf- und Verkaufsgebote abgeben. Der sich nach Ausgleich von Angebot und Nachfrage ergebende Gleichgewichtspreis (oder synonym: Gleichgewichtskurs) ist der ‚wahre Wert‘ der Aktie, er bildet die durchschnittlichen Erwartungen der Marktteilnehmer ab. Der Preis kann gemäß dieser theoretischen Denkweise gar nicht vom wahren Wert abweichen.

Marktteilnehmer würden diese Abweichung erkennen und die unterbewertete (überbewertete) Aktie kaufen (verkaufen), um so erwartete Gewinne zu erzielen (Arbitrage-Argumentation)“ (Weber, ZGR 2004, 280 ff., 281 f.).

Die Theorie über die Preisanpassung auf Finanzmärkten beruht auf der Hypothese der Kapitalmarkteffizienz. Nach der von Fama entwickelten Effizienzmarkthypothese ist ein Markt dann effizient, wenn die Wertpapierkurse alle vorhandenen Informationen komplett widerspiegeln. Unkorrelierte Fehlbewertungen einiger weniger, irrational handelnder Marktteilnehmer neutralisieren sich (zusammenfassend Daxhammer/Facsar, Behavioral Finance: verhaltenswissenschaftliche Finanzmarktforschung im Lichte begrenzt rationaler Marktteilnehmer, 2018, Seite 39 ff., 42 ff.). Ist diese Bedingung in der mittelstrengen Form der Markteffizienz erfüllt, sind also alle historischen Daten und öffentlich bekannten Informationen bereits in den aktuellen Preisen berücksichtigt, dann führt die fundamentale Wertpapieranalyse auf Basis öffentlicher Informationen zu keinerlei Überrendite, und Überrenditen lassen sich allenfalls durch die Kenntnis von oder die Suche nach privaten Informationen erzielen. Einschränkend: „Effizienz fordert nicht, dass alle Kapitalmarktteilnehmer über die gesamte Information verfügen. Vielmehr kann jedem eine Teilmenge der gesamten Information zur Verfügung stehen, die jedoch im Fall effizienter Märkte aggregiert den Preis korrekt erklären muss“ (LG Stuttgart aaO; Weber, ZGR 2004, 280 ff., 282).

Eine ökonomische Erklärung für das mögliche Auseinanderfallen von Ertragswert und Preis liefern schwer schätzbare nichtmonetäre Nutzen-Erwägungen von Käufern oder Verkäufern bei der Kauf- oder Verkaufsentscheidung (Henselmann, in Peemöller a.a.O. Seite 114). An einem funktionierenden Kapitalmarkt gleichen sich jedoch unterschiedliche subjektive Wertvorstellungen der Marktteilnehmer aus, der Börsenpreis bildet deren durchschnittliche Erwartungen ab (Weber, ZGR 2004, 280 ff., 282).

Akteure am Kapitalmarkt lassen in ihre individuellen Prognosen, die sie vor Anlageentscheidungen treffen, nicht nur unternehmensindividuell erwartete Kennzahlen, sondern z.B. auch allgemeine Markterwartungen einfließen. Nichts anderes geschieht aber bei der Aufstellung unternehmerischer Planzahlen und bei deren Fortschreibung in der „ewigen Rente“ durch Wirtschaftsprüfer, wenn sie das Ertragswertverfahren als Bewertungsmethode anwenden.

Die Verhaltensökonomie (verhaltensorientierte Finanzmarkttheorie) zeigt auf: Anleger verhalten sich am Kapitalmarkt nicht rein rational, sondern nur begrenzt rational (etwa:

risikofreudiges Verhalten wegen Verlustaversion; Über- und Unterreaktion; „Herdenverhalten“ aufgrund fehlender Informationen; Heuristik; Endowment-Effekt). Sie sind abweichend vom Konzept des „Homo oeconomicus“ nicht (durchweg) in der Lage, völlig rational alle relevanten Informationen fehlerlos zu verarbeiten. Bei der Informationswahrnehmung bedienen sich die Marktteilnehmer bestimmter Heuristiken, die zwar zu einem schnellen Informationsüberblick verhelfen, aber zugleich verhindern, dass sämtliche verfügbaren Informationen überhaupt in den Entscheidungsprozess einfließen. Kapitalmarktteilnehmer treffen Entscheidungen häufig nicht auf der Grundlage privater Informationen über das Entscheidungsobjekt, sondern orientieren sich am Verhalten einer bestimmten Gruppe anderer Akteure. Psychologische Kräfte haben erheblichen Einfluss auf das Anlegerverhalten, insbesondere wenn Unsicherheiten im Spiel sind. Das führt zu ständigen Über- oder Unterbewertungen. Die meisten von der Verhaltensökonomie beschriebenen Phänomene lassen sich wissenschaftlich erklären. Der Ausgangspunkt der neoklassischen Wirtschaftstheorie, der „Homo oeconomicus“ als „selten erreichtes Ideal“, das Konzept vom Gleichgewichtspreis und die Effizienzmarkthypothese ermöglichen eine zur Lösung von Einzelproblemen durchaus sinnvolle Vereinfachung der Realität auf einige wenige Annahmen und dienen der Komplexitätsreduktion der Modelle, müssten aber zur Abbildung des realen Anleger- und „Bewertungsverhaltens“ um weitere Annahmen ergänzt werden (zum Ganzen Daxhammer/Facsar, Behavioral Finance, a.a.O., Seite 20 ff., 73, 79 ff., 89 ff., 209 ff., 213; Hacker, Verhaltensökonomik und Normativität, 2017, Seite 59 ff., 78, 103 ff., 122 ff.; von Holle, Ökonomie 4.0, 2018, Seite 43 ff., 57, 81, 84). Aus der Komplexitätsreduktion folgt jedoch bereits, dass nicht jede Feststellung einer Abweichung der Realität etwa von der Effizienzmarkthypothese dazu zwingt, die Ergebnisse des Marktes zu verwerfen.

Das von der Verhaltensökonomie beschriebene Verhalten prägt vielmehr den Markt und damit auch den Verkehrswert der Aktie und ist kein Grund, Börsenwerte als Verkehrswerte generell in Frage zu stellen. Werden im Einzelfall von der Verhaltensökonomie analysierte begrenzt rationale oder „irrationale“ Verhaltensweisen der Marktteilnehmer als kursprägend festgestellt, kann eine vertiefte Prüfung zum gesetzlichen Merkmal der Angemessenheit erforderlich werden, wobei die Kammer hier dahingestellt lässt, in welchen Konstellationen die Angemessenheit der Abfindung zum Verkehrswert (umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs) zu verneinen ist.

Soweit in der Betriebswirtschaftslehre beschrieben wird, dass der Börsenkurs „einem labilen Regelkreis folgend“ um den „fundamentalen Wert“ der Aktie schwanke (Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 455 ff., 456 mwN.), könnte sich aus der verhaltensorientierten Finanzmarkttheorie eine Erklärung für diese Schwankungen ergeben. Der Rückgriff auf einen dreimonatigen Referenzzeitraum und einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs trägt im Rahmen der richterlichen Schätzung wiederum der Nivellierung kurzfristiger „Übertreibungen“ Rechnung.

Es ist weder gesetzliches Leitbild noch Sinn und Zweck der Angemessenheitsprüfung im Spruchverfahren, subjektive Wertvorstellungen aller Minderheitsaktionäre oder des Mehrheitsaktionärs zu ermitteln oder den höchsten „Verkäufergrenzpreis“, d.h. einen subjektiven Grenzpreis zu finden, zu dem der letzte verbleibende Minderheitsaktionär bereit wäre, seine Aktien zu veräußern. Auch in der betriebswirtschaftlichen Literatur wird bestätigt, dass ein solcher Ansatz „in den meisten Fällen über die normzweckadäquate wirtschaftlich volle Entschädigung hinausgehen“ dürfte (Ruthardt, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze Out, 2014, Seite 119).

In der betriebswirtschaftlichen Literatur wird teilweise darauf verwiesen, dass für die Bewertung von börsennotierten Unternehmensanteilen eine Typisierung der Anlagestrategie der abzufindenden Aktionäre erforderlich sei (Ruthardt/Hachmeister, NZG 2004, 41 ff.). Es wird argumentiert, der „Deinvestitionswert“ sei nur für Anleger mit sehr kurzem Anlagehorizont die relevante Wertkategorie. Da es jedoch auch langfristig orientierte Anleger gebe, müsse aus verfassungsrechtlichen Gründen der Wert der Aktie (auch) unter der Annahme einer dauerhaften Halteabsicht ermittelt werden. Neben dem „Deinvestitionswert“ sei auch der „Daueranlagewert“ zu ermitteln, den man bei einer Fokussierung auf den Börsenkurs vernachlässige. Wenn ein Minderheitsaktionär seine Anteile vor Ankündigung einer Strukturmaßnahme nicht zum Börsenkurs verkauft habe, müsse sein „Verkäufer“-Grenzpreis über dem Börsenkurs gelegen haben (Ruthardt, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung a.a.O., Seite 205; Ruthardt/Hachmeister, NZG 2004, 41 ff., 44, 46). Dieser Argumentation ist entgegenzuhalten: Glaubt ein Anleger, eine Aktie sei am Kapitalmarkt unterbewertet, so kann er die Aktie in der Absicht einer späteren Weiterveräußerung zum höheren Preis oder in der Erwartung der nachhaltigen Erzielung von Überrenditen (gegenüber dem Markt) erwerben. Glaubt er, sie sei überbewertet, wird er tendenziell verkaufen. Wie bereits dargestellt, bringt der Kapitalmarkt – unter der Prämisse

der Kapitalmarkteffizienz – die unterschiedlichen subjektiven Wertvorstellungen zum Ausgleich, und der sich dabei ergebende Preis entspricht an einem informationseffizienten Kapitalmarkt genau dem im Spruchverfahren gesuchten „objektiven“ oder „wahren“ Wert des Anteils zum jeweiligen Zeitpunkt. Der Börsenkurs widerspiegelt, wie ausgeführt, an einem funktionierenden Kapitalmarkt die durchschnittlichen Ertragserwartungen der Anleger. Die von Ruthardt vorgeschlagene Differenzierung zwischen „Kurz- und Langfristanlegern“ führt eine subjektive Komponente ein, die als vermeintlicher Nachteil der marktorientierten Bewertungsmethode nach dem Börsenkurs dargestellt wird, obwohl auch bei der Ertragswertmethode versucht werden muss, unterschiedliche Erwartungshorizonte miteinander in Einklang zu bringen, was letztlich auch nur mithilfe subjektiver Einschätzungen der Bewerter erreicht werden kann; am funktionierenden Kapitalmarkt sorgen idealerweise bereits die dargestellten Marktmechanismen für den Ausgleich im Preis.

Art. 14 Abs. 1 GG gebietet im vorliegenden Kontext, dass der Minderheitsaktionär als Abfindung nicht weniger erhält, als er „bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrags oder der Eingliederung erlangt hätte“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, BVerfGE 100, 289-313, Rn. 56). „Bloße, in dem aktuellen Wert des konkreten Eigentums noch nicht abgebildete Gewinnerwartungen und in der Zukunft liegende Verdienstmöglichkeiten sowie Chancen und Gegebenheiten, innerhalb derer ein Unternehmen seine Tätigkeit entfaltet, liegen grundsätzlich außerhalb des Schutzbereichs der Eigentumsgarantie“ (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 –, Rn. 23 aaO; Nichtannahmebeschluss vom 23. August 2000 – 1 BvR 68/95 –, Rn. 18, juris mwN.). Die subjektive Einschätzung eines „Langfristanlegers“, der von ihm unterstellte „Dauieranlagewert“ sei höher als der aktuelle Wert (regelmäßig: der Marktpreis), entspricht in Höhe der Differenz einer solchen im aktuellen Wert „nicht abgebildeten“ und deshalb verfassungsrechtlich nicht geschützten „Gewinnerwartung“ und „in Zukunft liegenden Chance“ auf Verdienstmöglichkeiten. Entgegen der Auffassung von Ruthardt (a.a.O.) besteht verfassungsrechtlich nicht die Notwendigkeit, die von diesem „Langfristanleger“ erwartete zusätzliche Gewinnchance bei der Abfindungsbemessung (in Höhe der Differenz zwischen seinem individuellen Grenzpreis und dem Börsenkurs) zwingend mitzukompensieren. Überdies schlagen sich die Erwartungen sowohl von Kurz- als auch Langfristanlegern im Marktpreis nieder, soweit sie gerade kaufen oder verkaufen. Verfassungsrechtlich geboten ist

die Ermittlung eines über dem Marktpreis liegenden (subjektiven) „Dauieranlagewerts“ also nicht.

Die in der betriebswirtschaftlichen Literatur thematisierte Gefahr einer möglichen Beeinflussung des Börsenkurses durch den Mehrheitsaktionär, sei es durch gezielte Handelsaktivitäten, sei es durch eine „gesteuerte“ (negative) Informationspolitik (dazu Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 41 ff., 45), ist im Grundsatz nicht von der Hand zu weisen. Ob die Gefahr sich im Einzelfall realisiert hat, bleibt jedoch im Spruchverfahren fallbezogen zu prüfen. Der Gedanke der Manipulationsgefahr spricht nicht generell gegen die Heranziehung von Marktpreisen zu Bewertungszwecken und sollte juristisch eher beim Merkmal der „Angemessenheit“ als bei der Identifizierung des Verkehrswerts thematisiert werden. Soweit hier darauf abgestellt wird, die Minderheitsaktionäre könnten nur durch eine „fundamentale Wertermittlung“ unter Beachtung unternehmensinterner Informationen (also wohl: durch Praktizierung der Ertragswertmethode) vor „Manipulationsmöglichkeiten“ des Mehrheitsaktionärs geschützt werden, der bei einer alleinigen Maßgeblichkeit des Börsenkurses private Informationen zu Lasten außenstehender Aktionäre nutzen könne (Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 455 ff., 457), ist dem entgegen zu halten, dass, dass auch die Ertragswertmethode in der Prägung durch den IDW S 1 die Minderheitsaktionäre nicht vollkommen vor „Manipulationsmöglichkeiten“ schützt. Denn die Unternehmensplanung lässt dem Management des zu bewertenden Unternehmens viele Spielräume, Einfluss auf die Bewertung zu nehmen.

Zudem wäre der Vorzug der Ertragswertmethode nicht stringent.

Es werden bei der Ermittlung des Ertragswerts vielfach Marktdaten herangezogen. Die unternehmensindividuelle Risikoprämie für das Ertragswertverfahren wird regelmäßig (wie auch im vorliegenden Fall) anhand von Betafaktoren von Peer-Group-Unternehmen ermittelt, die wiederum anhand von Kapitalmarktdaten errechnet werden. Auch bei der Marktrisikoprämie verwendet die Betriebswirtschaftslehre im Rahmen des Ertragswertverfahrens nach dem Tax-CAPM in jüngster Zeit Gesamtrenditen als „implizite Kapitalkosten“ zur zusätzlichen Begründung der (subjektiven) Einschätzung. Diese impliziten Kapitalkosten leitet man wiederum aus bekannten Marktwerten (Börsenkursen) und erwarteten Cashflows her (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 818 unter

Hinweis auf Jäckel/Kaserer/Mühlhäuser, WPg 2013, 365 ff.; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/ Willmershausen, WPg 2013, 948 ff., 950 ff.).

Nach der Rechtsprechung des BGH ist beim Börsenkurs auf einen Durchschnittskurs über einen „relativ kurz“ zu wählenden Zeitraum von drei Monaten „in größtmöglicher Nähe zu dem Stichtag“ abzustellen.

Die ursprüngliche Auffassung, es sei auf den Durchschnittskurs in den drei Monaten vor der Hauptversammlung der beherrschten Gesellschaft abzustellen (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, „DAT/Altana“, aaO), hat der BGH im Jahr 2010 aufgegeben. Nunmehr hat der BGH entschieden, dass es auf den nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurs im Dreimonatszeitraum „vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme“ ankomme (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229 ff., „Stollwerck“, Rn. 21, 22; nochmals bekräftigt mit Beschluss vom 28. Juni 2011 – II ZB 2/10 –) aber eine Hochrechnung des an sich zutreffend auf den Tag der Bekanntgabe ermittelten Börsenkurses auszunehmen ist, wenn ein „längerer Zeitraum“ (vgl. hierzu Kammerbeschluss vom 4.2.2019 – 3-05 O 68/17 –) zwischen der erstmaligen Bekanntgabe der Absicht des „Squeeze-out“ und der Beschlussfassung der Hauptversammlung liege, zum Schutz von Minderheitsaktionäre und um zu verhindern, dass diese von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden. Hierzu hat der BGH (aaO) ausgeführt, der Tag der Hauptversammlung sei als Stichtag des Referenzzeitraums nicht geeignet, weil der Börsenkurs im Zeitraum davor regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich mitbestimmt werde und bei einer Bemessung der Abfindung aufgrund dieser Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. „Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung“ an, also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel innerhalb des Dreimonatszeitraums liegt, nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert. Dabei werde der Kurs in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder - als Lästigkeitswert - im Anfechtungsprozess häufig leicht überschritten. Der angebotene Preis für die Aktie werde sicher erreicht. Aber auch schon vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots ändere sich „mit der Bekanntgabe der Maßnahme“ die Börsenbewertung, weg von der Orientierung am möglichen künftigen Unternehmenswert hin zur Erwartung an die künftige Abfindung. Das führe nicht selten zu „heftigen Kursausschlägen“, weil „der Phantasie in beide Richtungen keine Grenzen gesetzt seien“. Mit der Bekanntgabe der Abfindungshöhe beginne „die Spekulation auf den Lästigkeitswert“. Nach Bekanntgabe der Strukturmaßnahme bilde sich

der Börsenkurs nicht mehr „aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes“. Er widerspiegele dann vielmehr den Preis, „der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden kann“, und die „durch die Strukturmaßnahme geweckte besondere Nachfrage“. Diese Nachfrage habe aber „mit dem Verkehrswert der Aktie, mit dem der Aktionär für den Verlust der Aktionärsstellung so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre, „... nichts zu tun“.

Vorliegend bestehen keine Bedenken gegen die Heranziehung des Börsenwertes. Das Vorliegen einer Marktenge, die dazu zwingen könnte, dem Börsenkurs die Relevanz als Untergrenze für die zu gewährende Abfindung abzusprechen, ist nicht ersichtlich und wird von den Beteiligten auch nicht näher dargelegt.

Der maßgebliche gewichtete Börsenkurs beträgt daher entsprechend den insoweit unwidersprochen gebliebenen Darlegungen des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre hier für den Zeitraum vor dem 5.12.2018 EUR 77,79 für die E AG wobei es letztlich nicht darauf ankommt, ob diese Börsenkurse von der BaFin ermittelt wurden.

Dass eine Bewertung anhand von Börsenkursen nicht möglich ist, wenn an der Börse über längere Zeit praktisch kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat, so dass nicht von „repräsentativen Börsenkursen“ die Rede sein kann, liegt auf der Hand. Gegen die Heranziehung taxierter Kurse spricht, dass ihnen kein realer Börsenhandel zugrunde liegt und sie lediglich auf einer Schätzung des Skontroführers beruhen (vgl. LG Stuttgart, Beschl. v. Riegger/Wasmann, in FS Stolz, 2014, Seite 513). Es sollten daher nur gehandelte Kurse, keine Taxakurse einfließen (LG Stuttgart, 08.05.2019 - 31 O 25/13 KfH BeckRS 2019, 23342 Rn 283 mwN). Aufgrund der tatsächlich gehandelten Kursen bzw. den Briefkursen, für die tatsächlich ein Kaufangebot bestand, hat der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre - insoweit unbeanstandet - einen durchschnittlichen Börsenkurs von EUR 77,79 je E-Aktie in der Referenzperiode ermittelt.

Soweit die Antragsgegnerin und der von ihr beauftragte Bewertungsgutachter und ihm folgend der sachverständige Prüfer den Börsenkurs wegen einer Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) von 26,24 % einen hinreichend liquiden Aktienhandel und damit die Geeignetheit

des Börsenkurses für die Ermittlung der angemessenen Abfindung abgelehnt hat, kann dem hier gefolgt werden, da es auf den absoluten und weniger auf den relativen Umsatz der am Markt gehandelten Aktien ankommt und entscheiden ist, ob hinreichende Anzeichen für einen verzerrten Börsenkurs vorliegen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 05.12.2013 - 21 W 36/12 - 21 W 36/12 - BeckRS 2013, 1047). Dies ist aber vorliegend nicht ersichtlich. Soweit die Antragsgegnerin, der von ihr beauftragte Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer dies darin sehen, dass eine (positive) abweichende Entwicklung der Aktie der E- AG im Vergleich zum DAX seit September 2018 vorgelegen habe, besagt dies für sich alleine nichts. Soweit dies damit begründet wird, dass sich die Stimmrechtsmitteilung gem. § 40 Abs. 1 WpHG vom 17.9.2018 (bezüglich des 95 %igen Aktienanteil der Antragsgegnerin) hier ausgewirkt habe, führt dies nicht zur Ungeeignetheit des Börsenkurses für die Abfindungsermittlung.

Eine Bewertung anhand des Börsenwertes ist nicht bereits deshalb ausgeschlossen, weil sich das Zustandekommen des Kurses nicht nachvollziehen lässt. Richtig ist zwar, dass sich die Preisbildung am Markt aufgrund der Fülle der Marktteilnehmer und der unendlichen Vielzahl verarbeiteter Informationen nicht im Einzelnen nachzeichnen lässt. Dies ist für eine gerichtliche Prüfung der Angemessenheit einer am Börsenwert orientierten Abfindung aber auch nicht notwendig. Maßgeblich ist vielmehr zunächst nur, dass der Börsenkurs zutreffend berechnet worden ist. Gerade dies ist im Gegensatz zum Ertragswert schnell und sicher zu ermitteln, wenngleich sich auch hier selbstverständlich Fragen nach dem Börsenplatz, dem Durchschnittszeitraum oder der Gewichtung bei der Durchschnittsbildung stellen. Zudem ist sicherzustellen, dass der Börsenwert keinen Verzerrungen im Einzelfall unterliegt (OLG Frankfurt v. 5.12.2013, a.a.O.). Hier bestand jedoch die Besonderheit, dass in dem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung über einen beträchtlichen Zeitraum Geldkurse ausgewiesen worden sind. Somit hat wegen bestehender Kaufnachfrage also die Möglichkeit bestanden, dass die Minderheitsaktionäre in der Lage gewesen wären, ihre Aktien in diesem Zeitraum an der Börse zu veräußern. In diesen Zeiträumen hätten die noch verbliebenen Minderheitsaktionäre nicht veräußern können. Es wäre allerdings eine verkürzte Betrachtungsweise, den Referenzzeitraum von drei Monaten seinerseits noch in gesondert zu gewichtende Einzelzeiträume zu zerlegen. Hier war es den Minderheitsaktionären an vielen Börsentagen in dem Referenzzeitraum möglich, ihre noch vorhandenen Aktien zu veräußern (vgl., OLG München Beschluß vom 11. 7. 2006 - 31 Wx 41 und 66/05 - NJOZ 2006, 3010).

Zudem erfolgte die maßgebliche Abkopplung von der Entwicklung des DAX in relevanter Weise erst nach dem 5.12.2018, mithin in einem Zeitraum, der außerhalb der betrachteten Referenzperiode liegt.

Auch eine „Marktenge“ lag nicht vor. Soweit man in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebVO eine Konkretisierung des Begriffs der Marktenge sieht, wäre von einer solchen nur dann auszugehen, wenn kumulativ während der letzten drei Monate an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden wären und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abgewichen wären (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 - 12 W 1/17 -, Rn. 40). Die Aktie wurde im Referenzzeitraum von 64 Handelstagen an der Börse Hamburg zwar nur an 4 Tagen tatsächlich gehandelt, aber an weiteren 45 Tagen bestanden Geldkurse, hinter denen tatsächlich ein Kaufangebot stand, die Möglichkeit zur Veräußerung der Aktie, d. h. ein Aktionär hätten hier den Kurs bei Verkauf erzielen können. Ähnlich verhält es sich an der Börse Stuttgart Hier fand zwar an 60 Handelstagen in der Referenzperiode nur an 3 Tagen tatsächlich ein Handel statt, an 46 weiteren Tagen wurden jedoch Geldkurse gestellt, hinter denen ein Kaufangebot stand.

Zu einer rechnerischen Erhöhung, wie sie bei Verstreichenlassen eines längeren Zeitraums zwischen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und Bewertungsstichtag geboten sein kann (vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09 -, BGHZ 186), besteht vorliegend kein Anlass. Denn zwischen dem Ende des Referenzzeitraums und dem Tag der Hauptversammlung lagen weniger als sechs Monate, was jedenfalls nach der bisherigen obergerichtlichen Rechtsprechung nicht als längerer Zeitraum eingestuft wird (vgl. hierzu Kammerbeschluss vom 4.2.2019 – 3-05 O 68/17 – Rz. 45 BeckRS 2019, 2185) und auch nach den Erfahrungen der Kammer noch einen üblichen Zeitraum darstellt.

Aber selbst wenn man in allen Fällen eine Hochrechnung des Börsenkurses für geboten hielte, kommt diese vorliegend nicht in Betracht. Jedenfalls würde die Erforderlichkeit einer derartigen Hochrechnung bedingen, dass in dem Zeitraum zwischen der Ankündigung und der Hauptversammlung eine relevante positive Marktentwicklung allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung zu beobachten wäre und keine Anhaltspunkte vorliegen, dass sich dies nicht auch auf den Kurs der E AG Aktie ausgewirkt hätte, d.h. diese auch weiter entsprechend gestiegen wären. Davon kann hier jedoch nicht ausgegangen werden. Hier ist nämlich zu beachten, dass der sich ergebende Durchschnittswert des Börsenkurses der

Aktie der E AG vor allem aus des Kursen zwischen dem 21.9.2018 und dem 19.10.2018 ergab, in denen der (relevante) Kurs der E Aktie sich zwischen EUR 82, und EUR 85,00 (Stuttgart) bewegte dagegen im letzten Monat des Referenzzeitraums sich zwischen EUR 68,00 und EUR 65,00 lag. Allein dass der C-DAX-performance und die Kurse der peergroup-Unternehmen etwas über 6 % nach Ende des Referenzzeitraum stiegen, kann daher nicht dazu führen, den Durchschnittskurs hochzurechnen, da damit die tatsächliche Entwicklung der Aktie der E AG ausgeblendet wäre. Eine Hochrechnung des Börsenkurses in jedem Fall muss jedoch diese tatsächliche Entwicklung berücksichtigen.

Im Hinblick auf die vorliegende Relevanz des Börsenkurses zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung bedarf es keiner Entscheidung mehr über die Anträge einiger Antragsteller und des gemeinsamer Vertreters der außenstehenden Aktionäre über die Zurverfügungstellung von Unterlagen durch die Antragsgegnerin hinsichtlich der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren, sowie der Frage einer etwaigen Befangenheit des sachverständigen Prüfers oder dessen Anhörung, da dem eine Relevanz für die Entscheidung in der Sache nicht beikommt.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 15 Abs. 1, § 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Im Hinblick auf die vorgenommene Erhöhung entsprach es nicht der Billigkeit die Antragsteller mit Gerichtskosten des Verfahrens zu belasten.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung für die Antragsteller grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung. Dies ist hier der Fall. Da eine nicht unbeträchtliche Erhöhung der Abfindung ausgesprochen wurde, entspricht eine Kostenerstattung der Billigkeit.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht und den Vertreter der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 74 GNotKG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens EUR 7,5 Mio.

Nach der Angabe der Antragsgegnerin sind von dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre 11.180 Aktien außenstehender Aktionäre betroffen gewesen. Durch die Erhöhung der Abfindung um EUR 8,40 je Aktie ergibt sich insgesamt eine Erhöhung von EUR 93.912,50, dass der Mindestwert von EUR 200.000,-- nicht überschritten wird.

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit ich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7). Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten. Es gibt vorliegend keinen Grund ersichtlich, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und die daraus begehrte Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichung des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist.

Rechtsmittelbelehrung:

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

Beglaubigt

Frankfurt/Main

19.08.2020

als Urkundsbearbeiterin der Geschäftsstelle

