



OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchstellenverfahren

wegen der Angemessenheit der im Beherrschungsvertrag zwischen der WCM
Beteiligungs- und Grundbesitz-AG Frankfurt am Main und
vereinbarten Abfindung und Ausgleichs

an dem hier beteiligt sind:

gegen

hat der 21. Zivilsenat durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht
die Richterin am Oberlandesgericht | und die Richterin am
Oberlandesgericht nach mündlicher Verhandlung am 26.
März 2021 beschlossen:

Die Beschwerden der Antragsteller zu 60) bis 64) gegen den Beschluss des
Landgerichts Frankfurt am Main vom 20. August 2019 in der berichtigten
Fassung vom 24. Oktober 2019 werden verworfen. Die Beschwerden der
übrigen Antragsteller, nämlich der Antragsteller zu 9) bis 11), zu 13) bis 19),
zu 24), zu 30) und 32), zu 40) bis 46) zu 56) bis 58), zu 70) bis 72) und zu 73)
bis 79) werden zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung
des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre trägt die
Antragsgegnerin. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens wird auf 200.000 € festgesetzt.

Die Rechtsbeschwerde wird für die Antragsteller zu 9) bis 11), zu 13) bis 19), zu 24), zu 30) und 32), zu 40) bis 46) zu 56) bis 58), zu 70) bis 72) und zu 73) bis 79) zugelassen.

A.

Die Antragsteller waren Aktionäre der WCM Beteiligungs- und Grundbesitzaktiengesellschaft (im Folgenden WCM AG), einer börsennotierten Gesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main. Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von 136.802.552 € war in 136.802.552 Aktien eingeteilt, von denen sich am 6. Oktober 2017 noch etwa 19.303.000 Aktien im Streubesitz befanden. Die Aktien der Gesellschaft wurden im Regulierten Markt der Frankfurter Börse (Prime Standard) sowie an den Börsen in Hamburg und Stuttgart gehandelt.

Die WCM AG war im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main eingetragen. Das Geschäftsjahr war das Kalenderjahr, der Gegenstand des Unternehmens bestand im Erwerb und der Verwaltung von in- und ausländischen Immobilien und Immobiliengesellschaften. Bei der Gesellschaft handelt es sich um eine Konzernmuttergesellschaft mit Aufgaben einer Managementholding, wobei die Immobilienbestände von den Tochtergesellschaften gehalten wurden. Der Fokus der Geschäftstätigkeit lag bei Büroimmobilien auf Objekten in Innenstadtlagen und an etablierten Bürostandorten. Bei Einzelhandelsimmobilien konzentrierte sich der WCM Konzern auf Metropolregionen in Deutschland, die eine hohe Bevölkerungsdichte und eine gute Infrastruktur aufwiesen. Das Immobilienportfolio des Konzerns bestand zum 30. Juni 2017 aus 57 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von ca. 426.198 Quadratmetern. Zum gleichen Zeitpunkt beliefen sich die jährlichen Mieteinnahmen auf 47,5 Mio. € bei einer Leerstandsquote von ca. 4,5 %.

Die Antragsgegnerin ist ebenfalls eine börsennotierte Aktiengesellschaft aus dem Immobilienbereich. Sie hat ihren Sitz in Berlin und sieht sich als führender Gewerbeimmobilienspezialist in Berlin sowie in regionalen Wirtschaftszentren

weiterer Städte in den neuen Bundesländern. Seit Beginn des Jahres 2017 ist die Antragsgegnerin auch im Raum Frankfurt am Main tätig. Ihr Unternehmensgegenstand ist das Betreiben von Immobiliengeschäften und der damit zusammenhängenden Geschäfte jedweder Art. Ihr Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr. Das Geschäftsmodell und die Unternehmensstrategie der Antragsgegnerin basierten auf den Säulen Portfolio Management, Asset und Property Management, Akquisitionen und Verkäufe sowie der Projektentwicklung auf selektiver Basis. Das Immobilienportfolio des Konzerns der Antragsgegnerin bestand zum 30. Juni 2017 aus 386 Immobilien mit einer vermietbaren Gesamtfläche von ca. 1,4 Mio. Quadratmetern, einer Jahresnettokaltmiete von etwa 157,1 Mio. € sowie einer Leerstandsquote von ungefähr 2,9 %.

Am 10. Mai 2017 beschlossen der Vorstand und der Aufsichtsrat der Antragsgegnerin, den Aktionären der WCM AG ein freiwilliges Übernahmeangebot zu unterbreiten, wobei 23 WCM AG Aktien gegen 4 Aktien der Antragsgegnerin angeboten wurden. Der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG – Angebots – VO berechnete gültige Mindestpreis der Aktie betrug für den Dreimonatszeitraum vor dem 10. Mai 2017 für die WCM AG 3,03 € und für die Antragsgegnerin 18,13 € (Bd XLV Bl. 121 d. A.). Das Angebot wurde am 27. Juni 2017 veröffentlicht. Bis zum Ablauf der zwischenzeitlich bis zum 26. September 2017 verlängerten Annahmefrist nahmen 117.505.327 Aktien, das entspricht 85,89 % des Grundkapitals und der Stimmrechte an der WCM AG, das Angebot an. Am 6. Oktober 2017 wurde die zur Durchführung des Übernahmeangebots erforderliche Kapitalerhöhung im Handelsregister der Antragsgegnerin eingetragen. Hiernach betrug das Grundkapital der Antragsgegnerin 94.611.266 € und war in eine entsprechende Anzahl auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Die Aktien waren zum Handel im Regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen. Sie gehörten dem SDAX, dem EPRA/NAREIT Global, dem EPRA/NAREIT Europe und dem EPRA/NAREIT Germany sowie einigen weiteren Indices an.

Am 29. September 2017 gaben die Antragsgegnerin und die WCM AG ihre Absicht bekannt, einen Beherrschungsvertrag zwischen beiden Gesellschaften mit der

Antragsgegnerin als herrschender und der WCM AG als beherrschter Gesellschaft zu schließen. Den angekündigten Vertrag schlossen beide Gesellschaften am 6. Oktober 2017 unter dem Vorbehalt der Zustimmung der Hauptversammlung der WCM AG auf unbestimmte Zeit. Der über 3 Monate vor der Bekanntgabe, den Vertrag abschließen zu wollen, umsatzgewichtete Börsenkurs betrug auf Basis der von S & P Capital IQ veröffentlichten Börsenumsätze für die WCM AG 3,21 € und für die Antragsgegnerin 18,36 €. Der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG – Angebots – VO berechnete gültige Mindestpreis der Aktie betrug für den Dreimonatszeitraum vor dem 10. Mai 2017 für die WCM AG 3,20 € und für die Antragsgegnerin 18,37 € (Bl. 544 d. A.).

Zum Zweck der Durchführung der unternehmerischen Maßnahme bedienten sich die Vertragsparteien einer von der Value Trust eingeholten gutachterlichen Stellungnahme zur Höhe der angemessenen Kompensation. Das Bewertungsgutachten, hinsichtlich dessen Inhalts auf den Sonderband LQ verwiesen wird, ermittelte ein Umtauschverhältnis von 23 WCM AG Aktien gegen 4 Aktien der Antragsgegnerin sowie einen angemessenen Ausgleich von 0,11 € netto bzw. 0,13 € brutto je Aktie. Dem lag ein ermittelter anteiliger Ertragswert für in Höhe von 20,58 € und für die WCM AG von 3,40 € zugrunde. Die vom Landgericht bestellte Vertragsprüferin, befürwortete die ermittelte Abfindung, wobei insoweit auf deren Prüfbericht (Sonderband LQ) verwiesen wird.

Dem Beherrschungsvertrag stimmten die Aktionäre der WCM AG am 17. November 2017 zu. Die Hauptversammlung der Antragsgegnerin billigte am 22. November 2017 den Beherrschungsvertrag. Die Eintragung des Vertrags in das Handelsregister der WCM AG erfolgte am 9. Februar 2018, deren Bekanntmachung am 16. Februar 2017.

Die Antragsteller halten die gewährte Abfindung für zu niedrig. Sie haben daher ein Spruchverfahren eingeleitet mit dem Ziel, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Das angerufene Landgericht hat mit der angegriffenen Entscheidung die Anträge zurückgewiesen und gleichzeitig mit Blick

auf die gewährte Ausgleichszahlung die Beschwerde zugelassen. Zur Begründung hat das Landgericht auf das Börsenkursverhältnis beider Gesellschaften abgestellt und ausgeführt, dass dieses zur Schätzung der Wertverhältnisse heranzuziehen sei. Zwar ergebe sich hiernach ein Umtauschverhältnis von 5,72 WCM AG Aktien für eine Aktie der Antragsgegnerin, wohingegen ein Umtauschverhältnis von 5,75 zu 1 vereinbart worden sei. Die Differenz sei jedoch derart gering, dass sie keine Anpassung erforderlich mache. Ob eine Hochrechnung der Kurse zum Bewertungsstichtag erforderlich sei, könne dahingestellt bleiben, da eine solche aufgrund der Zugehörigkeit beider Gesellschaften zu derselben Branche zu keiner Veränderung führen würde. Auch der gewährte Ausgleich sei angemessen. Der zu gewährende Ausgleich ergebe sich aus der Multiplikation des anteiligen Verkehrswertes der WCM AG mit dem Verrentungszinssatz. Der Verkehrswert der WCM AG werde durch ihren Börsenkurs in Höhe von 3,21 € bestimmt. Der Verrentungszinssatz liege den Angaben der Antragsgegnerin zufolge bei 4,07 %, wobei dieser Wert aufgrund einer von der Antragsgegnerin emittierten Anleihe ermittelt worden sei. Ob dieser Verrentungszins zutreffend sei, könne dahingestellt bleiben, da der aus dem Basiszins und dem hälftigen Risikozuschlag ermittelte Verrentungszins mit 2,31 % darunterliege. Jedenfalls sei der gewährte Ausgleich angemessen. Da Rechtsprechung zu der Möglichkeit, den angemessen Ausgleich mittels des Börsenkurses der Gesellschaft zu ermitteln, bislang nicht ersichtlich sei, sei die Beschwerde zuzulassen.

Gegen die Entscheidung haben die Antragsteller zu 9) bis 11) (Bl. 287 d. A.), zu 13) bis 19) und 32) (Bl. 316 d. A.), zu 24) (Bl. 355 d. A.), zu 30) und 73) bis 79) (Bl. 294 ff.), zu 40) und 41) (Bl. 310 f. d.A.), zu 42) bis 44) (Bl. 327 d. A.), zu 45) und 46) (Bl. 313 d. A.), zu 56) bis 58) (Bl. 339 d. A.), zu 60) bis 64) (Bl. 388 f. d. A.) und zu 70) bis 72) (Bl. 300 ff. d.A.) befristete Beschwerde eingelegt.

Sie machen im Wesentlichen geltend, das Landgericht habe zu Unrecht allein auf den Börsenwert der Gesellschaften abgestellt, statt eine Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens durchzuführen. Der Börsenwert stelle generell lediglich eine Untergrenze für die Bemessung der Abfindung dar. Der verfassungsrechtlich gewährte Schutz der Minderheitsaktionäre gebiete eine Abfindung anhand des

Ertragswertes, sofern sich dieser als höher als der Börsenwert erweise. Der Ertragswert der WCM AG liege entgegen den Darlegungen im Vertragsbericht über dem Börsenkurs, wie sich aus den von ihnen erstinstanzlich vorgetragenen Einwendungen ergebe. Zudem sei aus grundsätzlichen Erwägungen der Börsenkurs nicht geeignet, den Wert einer Gesellschaft abzubilden. Jedenfalls sei vorliegend der Börsenkurs nicht aussagekräftig, wie bereits daraus folge, dass der Kurs der WCM AG aufgrund des vorangegangenen öffentlichen Angebots der Antragsgegnerin verzerrt sei. Darüber hinaus hätten sowohl die Vertragsprüferin als auch die sachverständige Prüferin den Börsenkurs der beiden Gesellschaften als ungeeignet angesehen, um das unternehmensindividuelle Risiko der Gesellschaften zu ermitteln. Dann könne aber erst recht nicht der tatsächliche Wert der Gesellschaften anhand deren Börsenkurse geschätzt werden. Soweit das Landgericht zur Plausibilisierung seines Ergebnisses auf den Net Asset Value der Gesellschaften abgestellt habe, sei hierdurch gegen ihren Anspruch auf rechtliches Gehör verstoßen worden, da es sich insoweit um eine Überraschungsentscheidung handele. Selbst wenn man den Börsenkurs der WCM AG zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung nach § 305 AktG heranziehe, sei dies mit Blick auf den gemäß § 304 AktG zu gewährenden Ausgleich aus Rechtsgründen ausgeschlossen. Schließlich verstoße die Entscheidung des Landgerichts gegen verfassungsrechtliche Vorgaben, da ihnen in unzutreffender Anwendung der sogenannten Bagatellrechtsprechung eine nur unterhalb des Börsenwertes liegende Abfindung gewährt worden sei.

Die Antragsgegnerin verteidigt den angefochtenen Beschluss unter Wiederholung und Vertiefung ihres erstinstanzlichen Vortrags. Sie ist insbesondere der Auffassung, der vom Landgericht beschrittene Weg einer Schätzung der angemessenen Abfindung mittels des Börsenkurses sei vorliegend gangbar. Entsprechendes gelte auch für die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs. Im Übrigen komme es auf die gewählte Methode ohnehin nicht an, da, wie sich aus dem Übertragungs- und Prüfbericht ergebe, das marktorientierte Bewertungsverfahren und eine Bewertung anhand des Ertragswertverfahrens praktisch zu denselben Ergebnissen führen würden.

Das Landgericht hat den Beschwerden nicht abgeholfen, sondern das Verfahren mit Beschluss vom 24. Oktober 2019 dem Oberlandesgericht zur Entscheidung vorgelegt und sogleich die angefochtene Entscheidung in einem Punkt berichtigt. Der Berichterstatter hat den Antragstellern zu 60) bis 64) einen Hinweis erteilt, wobei insoweit auf Bl. 384 f. d. A. verwiesen wird. Der Senat hat ferner eine ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin eingeholt, wobei insoweit auf Bd. XLV Bl. 100 ff. d. A. Bezug genommen wird. Sodann hat er die sachverständige Prüferin in der mündlichen Verhandlung am 26. März 2021 angehört. Hierzu wird auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung verwiesen (Bd. XLVI Bl. 314 ff. d. A.).

Ergänzend wird auf die Schriftsätze der Beteiligten im Beschwerdeverfahren sowie die ihnen beigefügten Anlagen Bezug genommen.

B.

Die Beschwerde der Antragsteller zu 60) bis 64) ist bereits unzulässig. Die übrigen Beschwerden sind zwar zulässig, aber unbegründet. Das Landgericht hat zu Recht und mit zutreffender Begründung die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Abfindung zurückgewiesen.

I.

Die Rechtsmittel sind – bis auf dasjenige der Antragsteller zu 60) bis 64) – zulässig. Sie sind als befristete Beschwerden gemäß § 12 Abs. 1 SpruchG statthaft. Die Beschwerden sind zudem formgerecht eingelegt worden. Ferner ist von den meisten Beschwerdeführern die Beschwerdefrist des § 63 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG gewahrt worden (vgl. für die Antragsteller zu 9) bis 11) (Bl. 253 und 287 d. A.), zu 13) bis 19) und 32) (Bl. 265 und 316 d. A.), zu 24) (Bl. 291 und 355 d. A.), zu 30) und 73) bis 79) (Bl. 261 und 294 ff.), zu 40) und 41) (Bl. 294 und 310 f. d. A.), zu 42) bis 44) (Bl. 293 und 327 d. A.), zu 45) und 46) (Bl. 314 und 337 d. A.), zu 56) bis 58) (Bl. 267 und 339 d. A.), und zu 70) bis 72) (Bl. 254 und 300 ff. d. A.)).

Demgegenüber ist die Beschwerde der Antragsteller zu 60) bis 64) (Bl. 388 f. d. A.) nicht fristgerecht beim Landgericht eingegangen und daher als unzulässig zu verwerfen.

Der angefochtene Beschluss ist dessen eigenen Angaben zufolge dem Verfahrensbevollmächtigten der Antragsteller zu 60) bis 64) am 17. September 2019 zugestellt worden (Bl. 367 d. A.), wobei die Bestätigung des Empfangs in dem späteren Schriftsatz für die wirksame Zustellung genügte (vgl. BGH NJW-RR 2018, 60; Keidel/Sternal, FamFG, 2020, § 15 Rn. 31a). Eine Beschwerde ist am 17. Oktober 2019 vorab per Fax unter der Faxnummer des Oberlandesgerichts eingegangen. Am 22. Oktober 2019 ist der Eingang des Originalschriftsatzes bei der gemeinsamen Posteingangsstelle der Justizbehörden Frankfurt am Main, nämlich des Amts-, Land- und Oberlandesgerichts Frankfurt, erfolgt. Die Originalbeschwerdeschrift ist damit nach dem Fristablauf eingegangen. Zudem vermochte der Eingang des Faxes am 17. September 2019 entgegen der Auffassung der Antragsteller die Frist ebenfalls nicht zu wahren. Denn die Beschwerde ist gemäß § 64 Abs. 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG bei dem Gericht einzulegen, dessen Beschluss angefochten wird, vorliegend mithin beim Landgericht Frankfurt am Main. Der Fristversäumung steht der Umstand, dass das Land- und das Oberlandesgericht eine gemeinsame Posteingangsstelle haben, nicht entgegen. Denn der von den Antragstellern gewählte Faxzugang unter der Durchwahl 2976 ist bereits keine Nummer der gemeinsamen Posteingangsstelle, sondern eine Nummer, die ausschließlich vom Oberlandesgericht genutzt wird. Hinzu kommt, dass der Eingang in einer gemeinsamen Brief- und Faxeingangsstelle nur dann die Frist wahrt, sofern das Schriftstück an das richtige Gericht adressiert ist (vgl. BGH NJW-RR 2005, 75; Keidel/Sternal, FamFG, 2020, § 63 Rn. 36). Das Fax war aber an das Oberlandesgericht und nicht an das Landgericht adressiert. Zudem war eine Zuordnung an das Landgericht auch nicht über eine korrekte Angabe des Aktenzeichens des Landgerichts auf dem Adressateneingang möglich (vgl. zu dieser Rückausnahme BGH NJW 1989, 590). Eine Fristwahrung durch Weiterleitung des am Tag des Fristablaufs beim Oberlandesgericht eingegangenen Schriftsatzes an das Landgericht im ordnungsgemäßen Geschäftsablauf wäre nicht möglich gewesen.

Die Fristversäumung war ferner schuldhaft, weswegen auch keine Wiedereinsetzung in den vorigen Stand von Amts wegen in Betracht kommt. Der Verfahrensbevollmächtigte der Antragsteller ist noch am Tag des Eingangs seines Faxes telefonisch auf die Unzuständigkeit des Oberlandesgerichts hingewiesen worden, ohne dass eine nochmalige Einreichung beim Landgericht erfolgt wäre. Entschuldigungsgründe sind darüber hinaus nicht vorgetragen worden.

Schließlich kommt entgegen der Auffassung der Antragsteller auch keine Berücksichtigung des Rechtsmittels als Anschlussbeschwerde im Sinne von § 66 FamFG in Betracht, da für die Antragsteller zu 60) bis 64) nur ein Anschluss an das Rechtsmittel des Antragsgegners möglich gewesen wäre, die Antragsgegnerin aber keine Beschwerde eingelegt hat. Denn eine Anschließung ist wegen fehlenden Rechtsschutzbedürfnisses unzulässig, wenn der Beteiligte mit ihr dasselbe Ziel wie das Hauptrechtsmittel verfolgt (vgl. BGH FGPrax 2014, 187, zit. nach juris Rn. 8; Keidel/Sternal, FamFG, 2020, § 66 Rn. 8a).

Die übrigen Rechtsmittel sind hingegen zulässig. Insoweit kommt es entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin auf eine ausreichende Begründung der befristeten Beschwerden für die Zulässigkeit der Rechtsmittel nicht an (vgl. Senat, Beschluss vom – 21 W 14/11, juris Rn. 14; Drescher: in Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 12 SpruchG Rn. 4 und 10; kritisch aber im Ergebnis ebenso MünchKommAktG/Kubis, 2015, § 12 SpruchG Rn. 17; Hüffer/Koch, AktG, 2018, § 12 SpruchG Rn. 5). § 4 SpruchG, der sich auf den Antrag in erster Instanz bezieht, findet auf die Beschwerde aufgrund der unterschiedlichen Interessenlage keine Anwendung. Stattdessen ergibt sich aus § 65 Abs. 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG, dass die Beschwerde zwar begründet werden soll, aber nicht begründet werden muss. Folglich steht der Umstand, dass die Antragsteller zu 70) bis 72) keine eigene Begründung ihres Rechtsmittels vorgetragen haben, sondern ausschließlich auf die Begründungen anderer Beschwerdeführer verwiesen haben, der Zulässigkeit ihres Rechtsmittels nicht entgegen.

Soweit es den angemessenen Ausgleich betrifft, ist die Beschwerde zugelassen, so dass es auf das Erreichen des Beschwerdewertes nicht ankommt. Soweit es die Angemessenheit der Abfindung anbelangt, erreichen die Beschwerdeführer den aufgrund der Nichtzulassung der Beschwerde gemäß § 61 Abs. 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG erforderlichen Beschwerdewert von über 600 € (vgl. dazu BGH ZIP 2018, 2219). Allein der Antragsteller zu 10), der ebenfalls ein Rechtsmittel eingelegt hat, hält 7.578 Aktien der WCM AG. Daraus ergibt sich, dass dessen Beschwerde die erforderliche Beschwerdesumme von 600 € überschreitet, da bereits eine Erhöhung der festgesetzten Abfindung um weniger als 1 % für ihn mit einer Besserstellung von mehr als 5.000 € verbunden wäre. Gründe für eine Abänderung der angegriffenen Entscheidung in einem solch geringfügigen Umfang hat der Antragsteller zu 10) hinreichend dargelegt. Dies wiederum hat zur Folge, dass für alle anderen Beschwerdeführer und zwar auch diejenigen, die lediglich über eine Aktie der WCM AG verfügen, die erforderliche Beschwerdesumme erreicht ist. Denn insoweit ist die Beschwerde der einzelnen Beschwerdeführer zu addieren (vgl. BGH ZIP 2018, 2219; Senat, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15, juris Rn. 19; OLG München AG 2015, 508; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 12 SpruchG Rn 7). Folglich kann auch dahingestellt bleiben, ob die vom Landgericht vorgenommene Beschränkung der Zulassung der Beschwerde auf die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs wirksam ist.

II.

Die zulässigen Beschwerden sind jedoch unbegründet. Die im Hauptversammlungsbeschluss vom 17. November 2017 festgesetzten Kompensationen sind angemessen.

1) Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Unternehmensvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen der außenstehenden Aktionäre deren Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Werden – wie vorliegend – als Abfindung Aktien einer anderen Gesellschaft gewährt, so ist gemäß § 305 Abs. 3 Satz 1 AktG die Abfindung als angemessen anzusehen, wenn die Aktien in dem Verhältnis gewährt werden; in

dem bei einer Verschmelzung auf eine Aktie der Gesellschaft Aktien der anderen Gesellschaft zu gewähren wären. Das festgesetzte Umtauschverhältnis ist dabei zu niedrig bemessen, wenn der Wert der Anteile am beherrschten Rechtsträger nicht in etwa dem Wert der ersatzweise zugeteilten Anteile am beherrschenden Rechtsträger entspricht, sondern darüber liegt (vgl. Senat, Beschluss vom 20. April 2012 - 21 W 31/11, juris Rn. 12, OLG Stuttgart, WM 2010, 173, 175; OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. März 2006 - 20 W 5/05 -, Juris Rdn. 33 jeweils für eine Verschmelzung). Um angemessen zu sein, muss das Umtauschverhältnis annähernd identisch sein mit dem Verhältnis der auf die jeweils ausgegebenen Anteile bezogenen Unternehmenswerte. Maßgeblich ist daher eine Ermittlung der Unternehmenswerte der aufnehmenden und der übertragenden Gesellschaft (vgl. Senat, Beschluss vom 20. April 2012 - 21 W 31/11, juris Rn. 12; vgl. auch WP-Handb 2008 S. 177 Rdn. 499). Hierzu hat das Gericht den Wert der Unternehmen unter Berücksichtigung anerkannter betriebswirtschaftlicher Erkenntnisse im Wege der Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (vgl. OLG München, OLGR 2008, 446, BayObLG, NZG 2006, 156; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712) und anschließend unter Berücksichtigung der jeweils ausgegebenen Anteile ins Verhältnis zu setzen (vgl. zur Berechnung Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 419 f.). Nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts muss bei der Ermittlung des Umtauschverhältnisses zudem ein existierender Börsenkurs der beherrschten Gesellschaft als Untergrenze für den anteiligen Wert dieser Gesellschaft Berücksichtigung finden (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497 zit. nach juris Rn 21 f. für eine Verschmelzung). Weicht das festgesetzte Umtauschverhältnis von der rechtlich zulässigen Relation ab, ist eine entsprechende Korrektur vermittels einer baren Zuzahlung herbeizuführen (vgl. zur Ermittlung der Höhe etwa Gehling, in: Semler/Stengel, UmwG, 2017, § 15 Rn. 18 f.).

Neben einer Barabfindung sieht § 304 Abs. 1 AktG ferner die Gewährung eines angemessenen Ausgleichs vor. Gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und

Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

2) Unter Berücksichtigung der vorstehenden Grundsätze ist das Landgericht zu Recht von einer angemessenen Kompensation der Minderheitsaktionäre der WCM AG ausgegangen und hat die Anträge der Antragsteller folglich zutreffend zurückgewiesen.

a) Zu Recht und mit grundsätzlich zutreffender Begründung hat das Landgericht die im Vertrag zugesprochene Abfindung als angemessen angesehen.

aa) Dabei hat die Kammer zur Überprüfung der gewährten Abfindung zutreffend auf den Börsenwert beider Gesellschaften zurückgegriffen.

aaa) Entgegen der Auffassung der Antragsteller bestehen gegen die grundsätzliche Eignung des Börsenkurses zur Ermittlung des Unternehmenswertes oder – wie vorliegend erforderlich – des Wertverhältnisses zweier Unternehmen keine durchgreifenden Bedenken.

(1) Im Rahmen der Überprüfung des Umtauschverhältnisses nach § 305 Abs. 3 AktG auf seine Angemessenheit ist das Gericht nicht an das von den Vertragspartnern angewandte Ertragswertverfahren gebunden. Vielmehr kann im jeweiligen Einzelfall auch auf eine hiervon abweichende tragfähige Schätzmethode zur Ermittlung der in Relation zu setzenden Unternehmenswerte zurückgegriffen werden (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, zitiert nach juris Rn. 25; Senat, Beschluss vom 15.01.2016 – 21 W 22/13, juris Rn. 55; OLG Frankfurt, WM 2010, 1841 zitiert nach juris Rn. 52). Soweit demgegenüber einige Antragsteller von einer Pflicht des Gerichts zur Methodentreue sprechen und hiermit zum Ausdruck bringen möchten, das Gericht sei an die Methodenwahl im Übertragungsbericht und im Prüfbericht gebunden, kann dem nicht gefolgt werden. Der Verfassung lässt sich eine solche Einschränkung der Überprüfungscompetenz des Gerichts ebenso wenig entnehmen (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, zitiert nach juris Rn. 25) wie dem

einfachen Recht (vgl. OLG Frankfurt, WM 2010,1841 zitiert nach juris Rn. 52). Bereits dem Wortlaut von § 305 Abs. 5 Satz 2 AktG bzw. § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG iVm § 1 SpruchG ist kein Anhalt für eine methodische Einschränkung des Schätzermessens des Gerichts zu entnehmen. Zudem wäre eine Festlegung einer Methode durch den Übertragungsbericht nicht nachvollziehbar, wenn umgekehrt das Ergebnis der gerichtlichen Schätzung unzweifelhaft nicht eingeschränkt ist. Dass eine solche Bindung an die Methodenwahl im Übertragungsbericht nicht in Betracht kommt, dürfte schließlich auch die Zustimmung der Antragsteller in einer Konstellation finden, in der der Übertragungsbericht eine Wertermittlung anhand einer marktorientierten Bewertungsmethode vorsieht. Eine unterschiedlich eingeschränkte Prüfungscompetenz anzunehmen, je nachdem welche Methode die Antragsgegnerin im Übertragungsbericht gewählt hat, liefe jedoch auf eine Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre hinaus und lässt sich unter keinem Gesichtspunkt rechtfertigen (vgl. auch Adolff/Häller in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, Rn. 21.95).

(2) Die vom Gericht insoweit in freier, trichterlicher Entscheidung zur eigenen Schätzung herangezogene Methode muss eine tragfähige Grundlage für eine Schätzung darstellen. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige (vgl. Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357), aber sowohl aus verfassungsrechtlicher (vgl. BVerfG NJW 2007, 3266, zit. nach Juris Rn. 23) als auch aus einfachrechtlicher (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 21 ff. und Rn. 42; BGHZ 147, 108, zit. nach Juris Rn. 20 am Ende) Sicht nicht notwendiger Weise bestmögliche Grundlage handelt. Dies bedeutet, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, ZIP 2016, 110 Rn. 33 mwN). Zudem muss das Gericht im konkreten Fall in Ausübung des ihm zugestandenen Ermessens von der Geeignetheit und Aussagekraft der von ihm zur Schätzung herangezogenen Methode überzeugt sein. Nicht erforderlich ist demgegenüber, dass sich das Gericht ein abschließendes Bild über die widerstreitenden Ansichten innerhalb der Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Methoden oder Parametern machen müsste. Ausreichend ist vielmehr eine Beurteilung der Tragfähigkeit der

Schätzgrundlagen nach pflichtgemäßem Ermessen gemessen an dem Ziel einer zutreffenden Abbildung des "wahren" Wertes der Unternehmensbeteiligung, wobei nicht die Methode ermittelt werden muss, die das Bewertungsziel am (vermeintlich) besten erreicht (aA Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357; Fleischer AG 2016, 185, 195 f.). Anhand dieses Maßstabes ist sowohl die Frage nach der Geeignetheit einer Methode als auch die Frage nach der für die Anwendung der Methode notwendigen Parameterhöhe zu klären.

Hieran gemessen kann der Wert der Unternehmen grundsätzlich unter Rückgriff auf die jeweiligen Börsenkure ermittelt werden, wobei der Wert des Unternehmens sich aus dem Produkt vom jeweiligen Börsenkurs und der Anzahl aller Aktien der Gesellschaft ergibt. Denn es entspricht mittlerweile gefestigter Rechtsprechung und Praxis, dass es sich bei der am Marktwert orientierten Schätzung des Unternehmenswertes um einen verlässlichen Ansatz zur Wertermittlung handelt (vgl. für viele Senat, Beschluss vom 15.01.2016 – 21 W 22/13, juris Rn. 66; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 305 Rn. 55; Adolff/Hässler in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, 2190; Decher in: FS Maier – Reimer, 2010, 57, 69 ff.; Schmidt NZG 2020, 1361; Wasmann, AG 2021, 179, 188 ff.). Dem steht nicht entgegen, dass auch kritische Stimmen in der Literatur, auf die sich die Antragsteller vorzugsweise beziehen, zu verzeichnen sind (vgl. etwa Ruthardt/Popp, AG 2019, 196, 204; Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 41; Schulte/Köller/Luksch, WPg 2012, 380). So stößt zum Beispiel auch das (Tax-)CAPM zur Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos auf teilweise vehemente Kritik in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur. Dennoch vermag dieser Umstand nichts daran zu ändern, dass es sich bei dem (Tax-)CAPM um eine in Rechtsprechung und Literatur seit langem anerkannte und angewandte Methode handelt (vgl. Senat, Beschluss vom 17.01.2019 – 21W 37/12, juris Rn. 105; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226).

Die von den Antragstellern gegen die grundsätzliche Geeignetheit des Börsenwertes zur Bestimmung des Unternehmenswertes angeführten Argumente vermögen demgegenüber nicht zu überzeugen. Unzutreffend ist die Ansicht der

Antragsteller, der Börsenkurs scheidet aus verfassungsrechtlicher Sicht als Grundlage für eine Schätzung des Unternehmenswertes aus und könne nur eine Untergrenze der Abfindung darstellen. In seiner Telekom-Entscheidung aus dem Jahr 2011 hat das Bundesverfassungsgericht unmissverständlich zum Ausdruck gebracht, dass die Heranziehung des Börsenwertes zur Bestimmung des Unternehmenswertes keinen verfassungsrechtlichen Bedenken begegnet (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, zit. nach juris Rn. 23 ff.). Insoweit geht zudem die Auffassung fehl, neben der Ermittlung des Börsenwertes bestehe stets die Notwendigkeit einer fundamental - analytischen Unternehmensbewertung. Auch hierzu hat das Bundesverfassungsgericht in der vorgenannten Entscheidung klar Stellung bezogen und festgestellt, dass die Fachgerichte gerade nicht zur Bestimmung des Unternehmenswerts stets sämtliche denkbaren Methoden heranzuziehen und bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses die den Antragstellern günstigste zugrunde zu legen haben (vgl. auch BVerfG, Beschluss vom 16.05.2012 – 1 BvR 96/09, juris Rn. 18 zu § 39a WpÜG). Vielmehr genügt es aus verfassungsrechtlicher Sicht, eine geeignete Methode nach den jeweiligen Umständen des Einzelfalles auszuwählen und hieran die Angemessenheit der gewährten Kompensation zu überprüfen (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, zit. nach juris Rn. 24). Soweit teilweise aus älteren Entscheidungen des Bundesgerichtshofs hergeleitet wird, der Bundesgerichtshof vertrete die Auffassung einer methodenbezogenen Meistbegünstigung der Minderheitsaktionäre (vgl. Ruthardt/Hachmeister NZG 2014, 41, 43), ist diese Ansicht zumindest überholt. So hat der Bundesgerichtshof klargestellt, dass weder das Grundgesetz noch das einfache Gesetz eine Methode vorgibt, nach welcher der Unternehmenswert zu schätzen ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 12). Sie lässt sich entgegen der Auffassung einiger Antragsteller auch der gesetzlichen Begründung zu § 39 BörsG (BT-Drucks 18/6220 S. 84) nicht entnehmen. Hier bringt der Gesetzgeber zwar zum Ausdruck, dass er einer gerichtlich überprüften Abfindung anhand des Unternehmenswertes einen weitreichenderen Schutz der Minderheitsaktionäre beimisst als einer prinzipiellen Orientierung der Abfindung am einfach festzustellenden Börsenkurs sowie an Vorerwerben im Sinne von § 4 WpÜG. Hieraus lässt sich aber nicht die Schlussfolgerung ziehen, der Gesetzgeber halte eine gerichtliche

Unternehmensbewertung, die sich an dem Börsenwert der Gesellschaft orientiert, für ausgeschlossen. Folglich ist eine Einschränkung der Methodenwahl anhand einer Meistbegünstigung der Aktionäre abzulehnen.

Soweit die Antragsteller ferner einwenden, der Börsenkurs sei generell wegen des zwischen den Marktteilnehmern und der Unternehmensleitung bestehenden Informationsgefälles ungeeignet, den Unternehmenswert zu bestimmen, ist diesem Argument in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Zutreffend ist zwar, dass die Ermittlung anhand des Börsenwerts auf der Annahme beruht, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108, 116). Daraus folgt jedoch nicht, dass aufgrund der besseren Kenntnis der Bewertungsgutachter von unternehmensspezifischen Daten eine fundamental – analytische Bewertung stets vorzugswürdig wäre. Diese Sichtweise fokussiert zu stark auf die unternehmensspezifischen Informationen und vernachlässigt dabei die unternehmensbezogenen Informationen. So wird der Wert eines Unternehmensanteils bzw. die Möglichkeit des Unternehmens, in der Zukunft hohe Erträge zu erwirtschaften, nicht nur von den unternehmensspezifischen, sondern mindestens in gleichem Maße von den unternehmensbezogenen Daten geprägt. Der Preismechanismus stellt sicher, dass die für den Einzelnen nicht überschaubare Fülle an unternehmensbezogenen Informationen in die Preisfindung über eine erhöhte Nachfrage oder eine Steigerung des Angebotes Eingang finden, und so effizient verarbeitet werden. Insoweit besteht berechtigter Grund zu der Annahme, dass ein Gutachter zwar besser über die unternehmensspezifischen Daten informiert ist, der Markt vermittels der Gesamtheit aller am Preisbildungsprozess beteiligter Marktteilnehmer aber eine weitaus größere Fülle unternehmensbezogener Daten verarbeitet und dass deren Erfassung einem einzelnen Gutachter in ihrer Fülle zugleich unmöglich wäre (vgl. OLG Frankfurt, WM 2010, 1841, zit. nach juris Rn. 80 ff.). Dass dabei nur bei Aktien sogenannter blue chip Unternehmen, dh umsatzstarken Aktien großer Unternehmen, auf deren Kursentwicklung führende Indizes beruhen, eine effiziente Informationsverarbeitung

seitens der Marktteilnehmer erfolgt und daher nur bei solchen Gesellschaften für deren Bewertung auf den Börsenwert abgestellt werden kann, lässt sich nicht feststellen (vgl. dazu Puskajler/Sekera – Terplan, NZG 2015, 1055, 1062). Zutreffend ist zwar, dass gerade in sehr hoher Stückzahl gehandelte Aktien die Gewähr für einen aussagekräftigen Börsenkurs bieten und daher blue chip Unternehmen sich besonders für eine Bewertung anhand ihres Börsenkurses anbieten. Die automatische Beschränkung auf solche Unternehmen verfehlt jedoch die Anforderung an eine umfassende, am Einzelfall orientierte Abwägungsentscheidung.

Nicht zu überzeugen vermag des Weiteren der Einwand, der Börsenwert spiegele schon wegen seiner Schwankungen den inneren Wert der Gesellschaft nur unzureichend wieder. Um sehr kurzfristige Kursbewegungen bzw. vorübergehende Kursanomalien auszugleichen, wird regelmäßig auf einen (dreimonatigen) Durchschnittskurs abgestellt. Im Übrigen sind Kursschwankungen nur Ausdruck von vorübergehend auftretenden Angebots- und Nachfrageschwankungen. Die daraus resultierenden Wertschwankungen sind entsprechend im Regelfall nicht Zeichen einer irrationalen oder zufälligen und damit verzerrenden Preisbildung, sondern Folge der Situationsbezogenheit jeder Wertzumessung. Folglich sind auch im Wege des Ertragswertverfahrens geschätzte Werte im Zeitablauf nicht konstant, sondern verändern sich (vgl. OLG Frankfurt, WM 2010, 1841, zit. nach juris Rn. 76 f.).

Wenig nachvollziehbar ist der weitere Einwand, eine Bewertung anhand des Börsenwertes führe zu einer Benachteiligung der Aktionäre einer börsennotierten Aktiengesellschaft gegenüber denjenigen einer nicht börsennotierten Gesellschaft, da bei Letzteren zwingend auf den Ertragswert zurückgegriffen werden müsse. Jeweils geht es darum, den Unternehmenswert möglichst sachgerecht zu schätzen, wobei im Fall von börsennotierten Gesellschaften die Möglichkeit einer Schätzung anhand des Börsenkurses als weitere Option hinzukommt. Wie sich hieraus eine Benachteiligung ergeben sollte, erschließt sich nicht. Einzig die verfassungsrechtlich gebotene Untergrenze der Abfindung in Höhe des Börsenkurses führt zu einem Vorteil der Aktionäre einer börsennotierten Gesellschaft gegenüber denjenigen eines nicht börsennotierten Unternehmens.

Dies findet aber seine Rechtfertigung in der hohen Fungibilität der Gesellschaftsanteile börsennotierter Unternehmen.

Ebenfalls unverständlich bleibt die Überlegung, eine Bewertung anhand des Börsenkurses führe zu einer Verletzung des Gleichstellungsgebotes aller Aktionäre. Denn die Unternehmen werden – wie auch beim Ertragswertwertverfahren – einheitlich gleich für alle Aktionäre bewertet. Hieraus ergibt sich dann die für alle Minderheitsaktionäre gleich hohe Abfindung. Dass der Mehrheitsaktionär seine Anteile zu einem anderen Zeitpunkt ggf. unter Zahlung eines Paketzuschlags für einen anderen Preis erworben hat, führt bereits deshalb zu keiner Ungleichbehandlung der Aktionäre, weil dieser Grundsatz selbstverständlich keinen für alle Aktionäre einheitlichen Erwerbspreis der Aktien sichert.

Schließlich vermögen die Antragsteller auch nicht mit der Erwägung durchzudringen, der Börsenkurs repräsentiere – wenn überhaupt – nur die Einschätzung des Unternehmenswerts von einem kleinen Teil der Aktionäre, nämlich der verkaufswilligen Aktionäre. Der Kurs wird durch Angebot und Nachfrage bestimmt. Es ist der (Gleichgewichts-)Preis, bei dem die angebotene Aktienanzahl der nachgefragten Zahl entspricht. Insoweit ist zutreffend, dass ein Teil der Aktionäre nicht willens ist, zu diesem Preis zu verkaufen. Ebenso ist allerdings zu konstatieren, dass – einen normalen, d.h. im Preis steigenden Verlauf der Angebotskurve unterstellt – ein anderer Teil der Aktionäre bereits zu einem geringeren Preis ihre Aktien verkauft hätten. Jedoch bestimmt sich die angemessene Kompensation nicht nach den individuellen Wertvorstellungen jedes einzelnen Minderheitsaktionärs, sondern nach einem verobjektivierten Wert, so dass es einer angemessenen Abfindung nicht entgegensteht, dass ein Teil der Minderheitsaktionäre gemessen an ihren individuellen Werteinschätzungen hierdurch überkompensiert und ein anderer Teil nicht ausreichend kompensiert wird.

bbb) Im hier zu untersuchenden Einzelfall sind die Börsenkurse beider Gesellschaften nach Auffassung des Senats zur Bestimmung des Verhältnisses der Unternehmenswerte geeignet. Wegen der mit einer fundamental-analytischen

19,75 € am 28. September 2016 auf 19,32 € am 28. September 2017 ab, was einer Änderung von nur 2,2% entspricht. Hinzu kommt eine hohe Aktualität der Kurse aufgrund des nur sehr geringen Zeitraums zwischen der Ankündigung des beabsichtigten Unternehmensvertrags am 29. September 2017 und dem relevanten Bewertungsstichtag am 17. November 2017. Insbesondere spricht aber die sehr hohe Liquidität des Kurses für eine Bewertung der Gesellschaft anhand deren Börsenwertes, wobei die hohe Liquidität teilweise Ausfluss der Tatsache sein dürfte, dass die Aktie in mehreren Aktienindizes aufgenommen worden war. So befand sich die Mehrzahl der Aktien, nämlich deutlich über 70 % in den Jahren 2015 bis 2017 im Streubesitz. Es lag ein durchschnittliches Handelsvolumen von knapp 100.000 Aktien pro Tag vor, was wiederum einem Handelsvolumen von 0,15 % des gesamten Aktienbestandes an einem einzigen Tag entspricht. Von besonderer Bedeutung für die Auswahlentscheidung des Senats ist jedoch der sehr geringe Bid-Ask-Spread. Dieser lag bei nur 0,27 % und damit nur leicht oberhalb des durchschnittlichen Bid-Ask-Spread der DAX-Unternehmen und deutlich unter dem entsprechenden Spread der CDAX-Unternehmen (vgl. zur vorstehenden Kursanalyse d S. 119 ff. des Übertragungsberichts). Vor diesem Hintergrund hat der Senat keine Bedenken, den Börsenkurs der beherrschenden Gesellschaft für deren Bewertung heranzuziehen.

Ähnlich, wenngleich nicht mit ganz so guten Eckdaten, gestaltet sich das Bild mit Blick auf die WCM AG als beherrschter Gesellschaft. Auch insoweit sind weiterreichende Informationsdefizite oder Kursmanipulationen nicht erkennbar. Abgesehen von dem singulär gebliebenen Ereignis des Übernahmeangebotes im Mai 2017 weist der Aktienkursverlauf der WCM AG keine auffälligen Sprünge auf, die auf eine Verzerrung des Börsenkurses oder eine eingeschränkte Aussagekraft für den Verkehrswert der WCM – Aktien schließen ließen. Im Gegenteil erweist sich auch hier der Kurs über einen Zeitraum von einem Jahr vor dem 29. September 2017 als weitgehend stabil. Insbesondere spricht aber auch hier die hohe Liquidität des Kurses für eine Bewertung der Gesellschaft anhand deren Börsenwertes. So befand sich die Mehrzahl der Aktien, nämlich im Durchschnitt etwa 75 % in den Jahren 2015 bis 2017 im Streubesitz. Es lag ein durchschnittliches Handelsvolumen von knapp 329.000 Aktien pro Tag vor, was wiederum einem Handelsvolumen von

0,33 % des gesamten Aktienbestandes an einem einzigen Tag entspricht. Von besonderer Bedeutung für die Auswahlentscheidung des Senats ist erneut der sehr geringe Bid-Ask-Spread. Dieser lag bei nur 0,37 % und damit, wie bereits der Kurs, nur geringfügig oberhalb des durchschnittlichen Bid-Ask-Spread der DAX-Unternehmen und deutlich unter dem entsprechenden Spread der CDAX-Unternehmen (vgl. zur vorstehenden Kursanalyse der WCM AG S. 169 ff. des Übertragungsberichts). Zwar ist nicht zu verkennen, dass die WCM AG einen etwas höheren Bid – Ask – Spread aufweist als die . Dennoch ist schon mit Blick auf den Gleichlauf der gewählten Bewertungsmethode für beide Gesellschaften auch in Bezug auf die WCM AG eine Bewertung anhand des Börsenwertes vorliegend sachgerecht (vgl. zu diesem Aspekt OLG Düsseldorf, Beschluss vom 31.03.2009 – 26 W 5/08, juris Rn. 27; Adolff/Häller in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, 18.88 ff.).

Soweit demgegenüber einige Antragsteller gerade im Blick auf die hier zu überprüfende Bewertungssituation eine Heranziehung der Börsenwerte für nicht sachgerecht erachten, vermag sich der Senat den hierzu vorgetragenen Argumenten nicht anzuschließen.

Nicht durchzudringen vermögen die Antragsteller mit dem Argument, die WCM Aktie sei bis vor dem Jahr 2015 und ab der Mitte des Jahres 2017 kaum gehandelt worden. Die Bedeutung der Handelsvolumina in der Mitte des Jahres 2014 und davor erschließt sich bereits nicht für die Aussagekraft des Durchschnittskurses vor dem Tag der Bekanntgabe des Unternehmensvertrags am 29. September 2017. Überdies ist das geringe Handelsvolumen in dieser Zeit entgegen der Antragsteller zu 13) u.a. nicht „auffällig“, sondern schlicht Folge des Umstandes, dass die WCM AG erst Ende des Jahres 2014 das Planinsolvenzverfahren verließ und der erste reguläre Handel nach der Insolvenz erst wieder im Januar 2015 erfolgte (Vertragsbericht S. 172). Entsprechendes gilt für die Handelsvolumina nach diesem Zeitpunkt, da diese Kurse ohnehin keinen Eingang in die Betrachtung finden, zumal eine Reduktion des Handelsvolumens aufgrund des Erwerbs eines großen Teils der Aktien durch die Antragsgegnerin auch naheliegend ist. Soweit die Antragsteller zu 13) u.a. auf große Verkaufsaufträge mit großen Verkaufsvolumina teilweise vor und

teilweise nach dem Übernahmeangebot und auch noch im Referenzzeitraum hinweisen, ist dies ebenfalls nicht geeignet, die Aussagekraft des Kurses in Zweifel zu ziehen. Denn große Verkaufsaufträge sind zunächst nur Ursache für eine hohe Liquidität der Aktie, die ihrerseits für eine hohe Aussagekraft des Kurses sprechen. Dies gilt insbesondere im vorliegenden Fall, wo – wie dem von den Antragstellern zu 13) u.a. als Anlage Ast 3 vorgelegtem Chart (Bd XLVI Bl. 311 d. A.) zu entnehmen ist – den Verkaufsaufträgen gleichfalls hohe Kaufvolumina gegenüberstehen. Soweit die Antragsteller zu 13) u.a. andeuten, die Verkaufsaufträge könnten zum Zweck der Kursmanipulation erfolgt sein, handelt es sich ersichtlich um eine Behauptung ins Blaue hinein, denen jeglicher, konkreter Anhalt fehlt.

Ebenso führt der verhältnismäßig allgemein gehaltene Hinweis der sachverständigen Prüferin auf Übernahmespekulationen bei der WCM AG seit Beginn des Jahres 2016 in deren ergänzender Stellungnahme vom 17. September 2020 (vgl. Bd. XLV Bl. 106 d. A.) zu keiner fehlenden Eignung einer Bewertung anhand der Börsenkurse. Unabhängig davon, ob Übernahmespekulationen, die zunächst nur die Erwartung eines weiteren Käufers widerspiegeln, überhaupt auf eine geringe Aussagekraft der Kurse schließen lassen, kommt dieser Entwicklung bereits deshalb keine vornehmliche Bedeutung zu, weil die Kurse Anfang des Jahres 2016 in den gewichteten Dreimonatskurs vor dem 27. September 2017 überhaupt keinen Eingang finden.

Im Ergebnis nicht überzeugend ist ebenfalls der Hinweis auf mögliche Einflüsse des Übernahmeangebots vom 10. Mai 2017 auf den Kurs der WCM – Aktie. Dabei kann dahingestellt bleiben, ob das Argument des Landgerichts in der angefochtenen Entscheidung, wonach das Angebot ausschließlich zugunsten, aber nicht zulasten der Minderheitsaktionäre Auswirkungen gezeigt haben könnte, stichhaltig ist. Denn das Zustandekommen eines Kurses ist letztlich schwerlich auf einzelne Faktoren reduzierbar, sondern Ergebnis einer unüberschaubaren Vielzahl von Erwägungen einzelner Marktakteure. Denkbar, wenngleich deutlich weniger wahrscheinlich, wäre insoweit auch, dass das öffentliche Kaufangebot eines Großinvestors einen Ankerwert für nicht wohlinformierte Marktteilnehmer darstellt, der günstigere Kursentwicklungen aus ihren Augen unwahrscheinlich macht. Zwar zeigt der

Kursverlauf der WCM Aktie unmittelbar am Tag der Bekanntgabe des öffentlichen Angebotes einen deutlichen Kurssprung. Gleichzeitig ist aber nicht zu verkennen, dass dieser Kurssprung nicht von längerer Dauer ist, sondern der Kurs sodann in etwa auf sein ursprüngliches Niveau zurückfällt. Folglich ist von einer nur geringfügigen Kursbeeinflussung auszugehen. Dementsprechend ist bereits im Übertragungsbericht zu Recht festgestellt worden, dass – anders als bei Übernahmeangeboten häufig zu beobachten – vorliegend der Börsenkurs sich nicht nur noch in einem engen Band um den Dreimonatsdurchschnittskurs bewegt hat, vielmehr der Anstieg des Kurses der WCM AG infolge der Ankündigung des Übernahmeangebots nur von kurzer Dauer war (Vertragsbericht S. 171).

Gegen einen maßgeblichen Einfluss des Übernahmeangebotes auf das Wertverhältnis der Börsenkurse beider Gesellschaften spricht zudem die auf Bitten des Senats erteilte Auskunft der sachverständigen Prüferin (Bd. XLV Bl. 101 d. A.). Hiernach lag der von der BaFin nach § 31 Abs. 1, 7 WpÜG – Angebots – VO berechnete gültige Mindestpreis der Aktie für den 3- Monats – Zeitraum vor dem 10. Mai 2017 für die WCM AG bei 3,03 € und für die Antragsgegnerin bei 18,13 €. Dies entspricht bezogen auf den Tag des Beschlusses, ein öffentliches Übernahmeangebot zu unterbreiten, einem Umtauschverhältnis von 5,98 WCM Aktien gegen 1 Aktie. Unabhängig davon, dass damit eine für die Minderheitsaktionäre ungünstige Abweichung verbunden ist, beträgt die Abweichung zu dem sich aus den Börsenkursen am 29. September 2017 ergebenden Wertverhältnis der Börsenkurse nur ca. 4 % und wäre damit weiterhin als unerheblich anzusehen.

Gleichzeitig spricht die Tatsache, dass sich das Kursverhältnis zugunsten der WCM AG verschoben hat, gegen die Behauptung der Antragsteller zu 13) u.a., die am 14. August 2017 erfolgte Veröffentlichung der Kennzahlen der WCM AG sei von den Marktteilnehmern nicht eingepreist worden. Insofern spricht zunächst nichts dafür, dass rational agierende Marktteilnehmer eine überraschende, zusätzliche Information nicht in ihre Preisbildung einbeziehen. Allerdings muss es sich um eine überraschende Information handeln, die nicht bereits in den zu diesem Tag gebildeten Erwartungen vorweggenommen ist. So ist allgemein bekannt, dass die

Veröffentlichung positiver Quartalszahlen, nur dann zu einem Kursanstieg führen, sofern die Marktteilnehmer hiermit nicht bereits gerechnet haben und sogar zu einem Kursrückgang führen können, wenn noch bessere Zahlen erwartet wurden. Entsprechendes gilt für die Spekulation der Antragsteller zu 13) u.a. zu dem Einfluss der Mitteilung der Dividendenerhöhung der am 11. März 2017. Zugleich erweist sich der jeweils hierzu angetretene Beweis durch Einholung eines Sachverständigengutachtens als ungeeignet, da hierzu dem Sachverständigen die Erwartungen der Marktteilnehmer bekannt sein müssten.

Entsprechend vermögen auch der Ausführungen der Antragsteller zu 13) u.a. betreffend die Warnhinweise zu Liquiditätsveränderungen der WCM Aktie in den Angebotsunterlagen, die den Kapitalmarktteilnehmern im Zusammenhang mit dem öffentlichen Angebot der Antragsgegnerin vom 27. Juni 2017 zur Verfügung gestellt wurden, die Aussagekraft des Kurses der WCM AG nicht zu erschüttern. Zuzugeben ist den Antragstellern zwar, dass eine von den Marktteilnehmern erwartete Verringerung der Liquidität einer Aktie eventuell (negative) Auswirkungen auf deren Kurs haben kann, ohne dass die wirtschaftliche Ertragskraft des Unternehmens sich ändert. Dies ist zwar in der Modellwelt des CAPM, das wesentlicher Bestandteil des Ertragswertverfahrens ist, ausgeschlossen, da dort eine unbeschränkte Handelbarkeit aller Aktien unterstellt wird. Gleichwohl kann die Liquidität einer Aktie unter realitätsnahen Bedingungen für deren Wert eine Rolle spielen, wie nicht zuletzt die gesetzlichen Regelungen zum Delisting einer Aktie zeigen, § 39 BörsG. Die Antragsteller überschätzen jedoch bei Weitem den Einfluss dieses Warnhinweises auf den Kurs. Die sich erst auf Seite 78 und 79 der Angebotsunterlagen befindenden Ausführungen schildern neben extrem umfangreichen weiteren Informationen theoretisch denkbare, zukünftige Entwicklungen, die mit der Abgabe eines jeden öffentlichen Angebots verbunden sein können. Sie stellen keine zukünftigen Liquiditätsänderungen in Aussicht oder beschreiben diese auch nur als überwiegend oder in relevantem Maße wahrscheinlich. Entsprechend verschwindend gering ist die Möglichkeit eines spürbaren Einflusses auf den Aktienkurs, da dies nicht nur voraussetzt, dass ein durchschnittlicher Marktteilnehmer die allgemeinen Warnhinweise zur Kenntnis nimmt und den dort geschilderten Szenarien eine spürbare Relevanz beimisst,

sondern zusätzlich voraussetzt, dass die Liquiditätserwartung der Aktie bei der Kaufentscheidung eine maßgebliche Rolle spielt. Dass dies vorliegend nicht der Fall war, zeigt die Kursentwicklung.

Hinzu kommt, dass – würde man der theoretisch möglichen Kursbeeinflussung Rechnung tragen und deswegen eine Bewertung der WCM AG anhand des Aktienkurses ablehnen – andernfalls zwei unterschiedliche Bewertungsmethoden zu kombinieren wären, nämlich eine marktorientierte Bewertung der und eine fundamental – analytische Bewertung der WCM AG. Unterschiedliche Bewertungsmethoden bei beiden Gesellschaften zur Anwendung zu bringen, wird aber – wie dargelegt – zu Recht regelmäßig als nicht sachgerecht angesehen.

Ferner vermag der Senat entgegen der Auffassung der Antragsteller durch die Anwendung der marktorientierten Bewertung beider Unternehmen keinen Wertungswiderspruch zu den Regelungen des WpÜG zu erkennen. Zutreffend weisen die Antragsteller zwar daraufhin, dass gemäß § 39a Abs. 3 WpÜG ein Angebotspreis dann als angemessen anzusehen ist, sofern das Angebot von mehr als 90 % des betroffenen Grundkapitals angenommen wurde. Hier wurde das auch dem Vertragsbericht zugrundeliegende Angebot von 23 WCM – Aktien für 4 – Aktien bis zum Meldestichtag am 26. September 2017 für 117.505.327 WMC – Aktien angenommen, was zwar eine deutliche Mehrheit von 85,89 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der WCM AG umfasst, jedoch den gesetzlichen Schwellenwert nicht erreichte. Jedoch ziehen die Antragsteller nicht hinreichend in Betracht, dass gerade mit der Einführung von § 39a WpÜG der Gesetzgeber zu erkennen gegeben hat, dass die Bewertung der Marktteilnehmer entscheidende Relevanz für die Angemessenheit eines öffentlichen Angebots bzw. einer finanziellen Kompensation haben kann. Zudem ist die Schwelle nach § 39a Abs. 3 WpÜG nur sehr knapp verfehlt worden. Insbesondere berücksichtigen die Antragsteller aber nicht hinreichend, dass das Erreichen des Schwellenwertes eine (ggf. widerlegliche) gesetzliche Vermutung für die Angemessenheit des Angebots beinhaltet (vgl. OLG Frankfurt DB 2009, 54). Daraus kann aber nicht im Umkehrschluss gefolgert werden, dass ein (geringfügiges) Verfehlen der Schwelle die Unangemessenheit der Kompensation nach sich zieht. Vielmehr spricht eine –

wie vorliegend – sehr hohe Annahmequote regelmäßig für eine Angemessenheit, vermag aber nur ab Erreichen des Schwellenwertes eine gesetzliche Vermutung auszulösen. Hier hingegen tritt an die Stelle der gesetzlichen Vermutung die einzelfallbezogene Überprüfung durch die erkennenden Gerichte, die sich aber in ihrer einzelfallbezogenen Gesamtabwägung gleichwohl von der Einschätzung der ganz überwiegenden Anzahl der Marktteilnehmer leiten lassen können.

Entsprechend hält der Senat auch die Befürchtung der Antragsteller zu 42) bis 44) für unangebracht, eine Überprüfung der Angemessenheit des vertraglich vorgesehenen Umtauschverhältnisses anhand der Börsenwerte der Gesellschaften führe zu untragbaren Konsequenzen für den Kapitalmarkt, da auf diese Weise der Zugriff auf ein gesamtes Unternehmen mittels eines öffentlichen Angebotes und des darauffolgenden Abschlusses eines Unternehmensvertrags bereits bei einer geringfügigen Mehrheitsbeteiligung zu einer Abfindung in Höhe des öffentlichen Angebots ermöglicht werde. Hierbei ziehen die Antragsteller nicht hinreichend in Betracht, dass die in § 293 AktG vorgesehenen Mehrheitserfordernisse für die Zustimmung zum Unternehmensvertrag unberührt bleiben, mithin unabhängig von der Höhe der gewährten Abfindung eine Mehrheit von $\frac{3}{4}$ des bei der Beschlussfassung vertretenen Grundkapitals erforderlich ist. Ferner bleibt aber auch die gemäß § 304 f. AktG erforderliche Gewährung einer angemessenen Kompensation gewahrt. Zum einen führt die Bewertung zum Börsenwert nicht automatisch, sondern nur in manchen Fällen zu einem Unternehmenswert, der dem öffentlichen Angebot multipliziert mit der Anzahl der Aktien entspricht. Zum anderen verbleibt es bei der gerichtlichen Prüfung im Einzelfall. Sofern diese Einzelfallprüfung dazu führt, dass das öffentliche Angebot bzw. der Börsenwert dem „wahren“ Wert der Gesellschaft mindestens entspricht, ist gegen die vertragliche Bindung der beherrschten Gesellschaft nichts einzuwenden. Insbesondere sieht das Aktiengesetz keine Regelung vor, wonach die den Minderheitsaktionären gewährte Abfindung über dem vorangegangenen öffentlichen Angebot liegen müsste, auch wenn einige Minderheitsaktionäre sich zu dessen Annahme nicht entschließen konnten.

Nicht zu Unrecht weisen die Antragsteller allerdings daraufhin, dass die Abschlussprüferin die Kurse der WCM AG für die Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos der Gesellschaft für ungeeignet hält und hiervon weder im Rahmen ihrer schriftlichen Stellungnahme noch während ihrer mündlichen Anhörung vor dem Senat abgerückt ist. Zugleich spricht es aus Sicht des Senats in der Regel gegen die Bewertung anhand des Börsenkurses, sofern das eigene Beta als nicht hinreichend aussagekräftig anzusehen ist, um das unternehmenseigene Risiko abzubilden (vgl. Senat NZG 2014, 464, 466). Gleichwohl führt auch dieser Aspekt vorliegend im Rahmen der erforderlichen Gesamtsicht nicht zu einer mangelnden Eignung des marktorientierten Bewertungsverfahrens, ohne dass es hierfür der Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens bedürfte.

Soweit es die betrifft, haben sowohl die Value Trust als auch die Vertragsprüferin deren Kurse als grundsätzlich geeignet angesehen, um hieraus das unternehmensindividuelle Risiko der Gesellschaft abzuleiten (vgl. Vertragsbericht S. 108; Prüfbericht S. 103). Dies spricht eher für als gegen eine Heranziehung der marktorientierten Bewertung.

Soweit es die Kurse der WCM AG anbelangt, hat demgegenüber die sachverständige Prüferin eine Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos anhand der eigenen Kurse der Gesellschaft abgelehnt. Dies ist nachvollziehbar, soweit es die Bestimmung des eigenen Betas anhand eines Betrachtungszeitraums von fünf Jahren betrifft. Denn die WCM AG verließ erst Ende des Jahres 2014 das Planinsolvenzverfahren. Entsprechend erfolgte der erste reguläre Handel nach der Insolvenz erst wieder im Januar 2015, weswegen den Kursen in dem Zeitraum davor keine relevante Aussagekraft beizumessen ist. Allerdings kommt diesem Aspekt kein größeres Gewicht bei der Frage einer Bewertung der WCM AG anhand deren Börsenkurse zu, da die Kurse vor dem Jahr 2015 zwar in die Bemessung des Fünfjahresbetas eingehen, dieser Zeitraum allerdings keine Rolle für die Bewertung der Gesellschaft spielt.

Von größerer Bedeutung ist demgegenüber, dass die sachverständige Prüferin auch den eigenen Betafaktor der WCM AG für den Zweijahreszeitraum für

ungeeignet erachtet, um das unternehmerische Risiko der Gesellschaft abzubilden. Allerdings vermochte die sachverständige Prüferin ihre Auffassung selbst in der mündlichen Verhandlung nicht überzeugend zu begründen, beruht die ablehnende Haltung der sachverständigen Prüferin letztlich auf einer Auswertung der insoweit einzelfallbezogenen Rechtsprechung und ist im Rahmen der erforderlichen Gesamtabwägung das marktorientierte Bewertungsverfahren selbst dann vorzuzugswürdig, wenn man der sachverständigen Prüferin folgt und den eigenen Betafaktor der WCM AG für den Zweijahreszeitraum für ungeeignet erachtet.

Die Einschätzung der sachverständigen Prüferin, die eigenen Kurse der WCM AG könnten nicht zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos der Gesellschaft herangezogen werden, beruht ganz entscheidend auf dem geringen Bestimmtheitsmaß des Zweijahresbetas, das nur einen Wert von 0,07 aufweist. Demgegenüber stellt das auch von der sachverständigen Prüferin herangezogene Standardwerk zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung von Dörschell, Franken und Schulte fest, dass niedrige Werte für das Bestimmtheitsmaß nicht ohne Weiteres dazu führen dürfen, die ermittelten Betafaktoren für nicht aussagekräftig zu erachten (dort S. 132). Insoweit gibt das Bestimmtheitsmaß lediglich eine Aussage über die Höhe des systematischen Risikos der Gesellschaft an. Dabei bedeutet ein geringes Bestimmtheitsmaß zunächst nur, dass die Gesellschaft ein geringes systematisches und ein hohes unsystematisches Risiko aufweist. Über die Güte der Aktienkurse liefert der Wert keine unmittelbare Antwort. Daher kommen die Autoren des vorgenannten Lehrbuches zu dem Schluss, dass der t-Test als Primärkriterium für die statistische Signifikanz des ermittelten Betafaktors anzusehen ist (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, 2009, S. 135). Die erforderliche Eignung im Rahmen des t-Tests weist der eigene Betafaktor der WCM AG bezogen auf den Zweijahreszeitraum mit einem Wert von 2,68, der über dem erforderlichen Wert von 2,0 liegt, aber auch nach Ansicht der sachverständigen Prüferin auf (vgl. Prüfbericht 105). Entsprechend hätte nach dieser Auffassung das eigene Beta der WCM AG bezogen auf den Zweijahreszeitraum herangezogen werden können. Diesen Widerspruch vermochte die sachverständige Prüferin selbst im Rahmen ihrer

mündlichen Anhörung nicht argumentativ aufzulösen, sondern verwies stattdessen lediglich auf ihre andere eigene Ansicht.

Hinzu kommt, dass generell aufgrund der dargestellten Probleme zunehmend die Eignung des eigenen Betas nicht mehr anhand der statistischen Güte, sondern anhand der Liquidität des betreffenden Aktienmarktsegmentes beurteilt wird. Maßgeblich ist nämlich nicht die statistische Güte sondern die Frage, ob die ermittelten Renditen die wahren Schwankungen des Marktwertes widerspiegeln, d.h. ob die Aktienkurse unverzerrt gebildet werden (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Zur Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes in der Unternehmensbewertung, 2009, S. 136). Diese entscheidende Frage lässt sich anhand der Liquidität des Marktes beantworten, weswegen auch der Senat in seiner jüngeren Rechtsprechung vornehmlich auf dieses Kriterium abstellt (vgl. Senat, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 74). Die Liquidität der Aktienkurse der WCM AG steht aber, wie dargestellt außer Frage, so dass auch hiernach das eigene Zweijahresbeta der WCM AG hätte herangezogen werden können. Auch diesen weiteren Widerspruch vermochte die sachverständige Prüferin im Rahmen ihrer mündlichen Anhörung nicht argumentativ aufzulösen.

Entsprechend deuten sogar die von der sachverständigen Prüferin selbst gefundenen Ergebnisse sehr stark auf eine Geeignetheit des eigenen Betas der WCM AG hin. Denn das unverschuldete Zweijahresbeta der WCM AG beträgt den Angaben der sachverständigen Prüferin zufolge 0,38 (Bd. XLV BI. 101 d. A.). Das im Vertragsbericht anhand einer Peer group ermittelte und seitens der sachverständigen Prüferin für zutreffend erachtete unverschuldete Beta der WCM AG beträgt 0,375. Der Unterschied von 0,005 ist, so musste auch die sachverständige Prüferin im Rahmen ihrer mündlichen Anhörung einräumen, verschwindend gering. Eine solch geringe Abweichung erklärt sich zwanglos, wenn man entgegen der Einschätzung der sachverständigen Prüferin das eigene Beta als aussagekräftig einschätzt. Es wäre Ausdruck eines sehr unwahrscheinlichen, auch von der sachverständigen Prüferin nicht erkläraren Zufalls, sofern – wie die sachverständige Prüferin meint – die eigenen Kurse der WCM AG nicht deren unternehmensindividuelles Risiko widerspiegeln.

Aktien gegen eine Aktie (18,37 € / 3,21 €) und damit aus Sicht der Antragsteller ein ganz geringfügig schlechteres Verhältnis als das gewährte Umtauschverhältnis von 5,75 (23 WCM Aktien : 4 Aktien). Gleichwohl ist aufgrund der Geringfügigkeit der Abweichung eine Korrektur durch Gewährung einer Zuzahlung auf der Grundlage der sogenannten Bagatellrechtsprechung (vgl. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2015 – 21 W 26/13, juris Rn. 80 ff. mwNachw) nicht angezeigt. Die Abweichung liegt unter einem Prozent und ist damit der Schätzungenauigkeit der jeweiligen Unternehmenswerte geschuldet, ohne Ausdruck einer Unangemessenheit im Sinne von § 305 AktG zu sein.

cc) Auch die übrigen Einwände der Beschwerdeführer gegen die erstinstanzliche Entscheidung vermögen nicht zu überzeugen.

aaa) Soweit sich einige Antragsteller gegen die Plausibilisierung des Ergebnisses in der angefochtenen Entscheidung anhand des Net Asset Value (im Folgenden NAV) wenden und in diesem Zusammenhang einen Verstoß gegen ihren Anspruch auf Gewährung rechtlichen Gehörs rügen, kommt es hierauf bereits nicht an, da weder das Landgericht noch der Senat seine Entscheidung auf das Verhältnis der NAV beider Gesellschaften gestützt haben. Unabhängig davon ist der NAV eine anerkannte, wenngleich vereinfachende Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts von vornehmlich Immobiliengesellschaften (vgl. Senat, Beschluss vom 08.09.2016 – 21 W 36/15, juris). Insoweit ist dem Landgericht darin beizupflichten, dass das Verhältnis der NAV aufgrund der Unternehmensgegenstände beider Gesellschaften zur Plausibilisierung herangezogen werden kann, wie dies seitens der sachverständigen Prüferin ebenfalls geschehen ist. Soweit die Antragsteller rügen, die im Prüfbericht dargestellten Werte seien nicht nachvollziehbar und dürften daher keine Berücksichtigung finden, ist dem nur teilweise beizupflichten. Richtig ist, dass die im Prüfbericht genannten, aber nicht näher erläuterten Werte im Einzelnen nicht nachprüfbar sind und daher bei der Entscheidungsfindung hierauf nicht maßgeblich abgestellt werden kann. Unzutreffend ist allerdings die Behauptung, die Angaben im Prüfbericht zum NAV müssten vollständig ausgeklammert bleiben. So bestehen keine Bedenken gegen eine Aussage dergestalt, dass die von der sachverständigen

Prüferin genannten Werte zum NAV (vgl. Prüfbericht S. 119) keine Veranlassung geben, an der Angemessenheit der gewährten Abfindung zu zweifeln. Diese Überlegung ist vom Landgericht zu Recht in der von ihm vorgenommenen Gesamtabwägung angestellt worden. Hierzu bedurfte es auch keiner näheren Darlegung, wie die NAV beider Gesellschaften ermittelt worden sind.

bbb) Zudem rügen die Antragsteller eine unzutreffende Heranziehung der Bagatellrechtsprechung. Hierzu berufen sie sich darauf, dass der Börsenkurs eine absolute Untergrenze der Abfindung darstellt, die – auch bei einer geringfügigen Abweichung – jedenfalls zu einer Korrektur der Abfindung führen müsse.

Zuzustimmen ist den Antragstellern insoweit, als bei der durch den Börsenkurs definierten Untergrenze es sich um eine verfassungsrechtliche Vorgabe handelt, auf die die Bagatellrechtsprechung keine Anwendung findet (vgl. OLG Karlsruhe ZIP 2018, 122, 124).

Fraglich ist allerdings, wie die verfassungsrechtlich vorgegebene Untergrenze mit Blick auf die hier zu ermittelnde Abfindung in Aktien eines anderen Unternehmens zu verstehen ist (vgl. dazu Rölike/Tonner in: Rensen/Brink Linien der Rechtsprechung des BVerfG, 109, 212 f.). Denkbar ist, dass im Umtauschverhältnis die beherrschte Gesellschaft mindestens mit ihrem Börsenwert eingehen muss. Möglich ist ebenfalls ein Verständnis dahingehend, dass das Verhältnis der Börsenwerte beider Gesellschaften überschritten werden muss.

Die Frage ist durch die Rechtsprechung des BVerfG zur Verschmelzungswertrelation geklärt (vgl. auch Adolff/Häller in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2019, 18.53 ff.), auch wenn die Entscheidung die Übertragbarkeit der dort aufgestellten Grundsätze auf die Situation beim Abschluss eines Unternehmensvertrags ausdrücklich offenlässt (vgl. BVerfG, Beschluss vom 22.12.2010 – 1 BvR 2323/07, juris Rn. 11). Hiernach muss im Fall des Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ein existierender Börsenkurs der beherrschten oder eingegliederten Gesellschaft bei der Barabfindung und bei einer Abfindung durch Aktien Berücksichtigung finden

(vgl. BVerfGE 100, 289 <306 ff.>). Dagegen ist es verfassungsrechtlich nicht geboten, einen etwa existierenden Börsenwert der herrschenden Gesellschaft (oder ihrer Muttergesellschaft, § 305 Abs. 2 des Aktiengesetzes) oder der Hauptgesellschaft als Obergrenze der Bewertung dieser Gesellschaft heranzuziehen (vgl. BVerfGE 100, 289 <310>). Denn das grundrechtlich geschützte Aktieneigentum des Minderheitsaktionärs der beherrschten Gesellschaft vermittelt ihm keinen Anspruch darauf, Aktien der herrschenden Gesellschaft oder der Hauptgesellschaft zu (höchstens) dem Börsenkurs zu erhalten. Die Gerichte sind deshalb von Verfassung wegen frei, der herrschenden Gesellschaft oder Hauptgesellschaft einen höheren Wert beizumessen als den Börsenwert (vgl. BVerfGE 100, 289, 310; BVerfG, Beschluss vom 22.12.2010 – 1 BvR 2323/07, juris Rn. 10).

Diesem maßgeblichen Verständnis zufolge ist den verfassungsrechtlichen Grundsätzen bereits dadurch genüge geleistet, dass die beherrschte Gesellschaft mit ihrem Börsenwert Eingang in das zu überprüfende Umtauschverhältnis gefunden hat. Demgegenüber ergibt sich aus der Verfassung nicht das Gebot, dass das Umtauschverhältnis mindestens dem Verhältnis des Börsenwertes beider Gesellschaften zu entsprechen hätte. Folglich hätte von Verfassung wegen auch ein für die Minderheitsaktionäre ungünstigeres Verhältnis zugesprochen werden können, sofern die gerichtliche Schätzung für die herrschende Gesellschaft zu einem oberhalb des Börsenwertes liegenden Fundamentalwert geführt hätte. Dann aber steht die verfassungsrechtliche Börsenkursrechtsprechung einer Anwendung der Bagatellrechtsprechung vorliegend mit Blick auf die nur unwesentliche Abweichung des gewährten von dem nach Ansicht des Senats zutreffenden Umtauschverhältnis nicht entgegen. Denn das Verhältnis der Börsenwerte beider Gesellschaften wird nicht als Untergrenze der Abfindung als verfassungsrechtliche Vorgabe den Minderheitsaktionären der beherrschten Gesellschaft garantiert.

b) Im Vertragsbericht ist ein Ausgleich von 0,11 € bzw. 0,13 € brutto je Aktie vorgesehen. Den Ausgleich hat das Landgericht zu Recht als angemessen angesehen und sich dabei am Börsenwert der WCM AG orientiert.

Nach § 304 Abs. 1 Satz 2 AktG muss ein Beherrschungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch Garantie eines bestimmten jährlichen Gewinnanteils (Ausgleich) enthalten. Als Ausgleich ist gemäß § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren zukünftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Die Regelung stellt sicher, dass der Minderheitsaktionär einen Ausgleich erhält, der wertmäßig der Dividende entspricht, die er ohne den Unternehmensvertrag erhalten würde. Der Aktionär soll wirtschaftlich so gestellt werden, als wäre er weiterhin an einer unabhängigen Gesellschaft beteiligt (vgl. BT-Drucks IV/171, S. 224. zur Vorgängervorschrift § 293 AktG aF).

aa) Allgemein anerkannt ist, dass für die Ermittlung des Ausgleichsbetrags der für die Abfindung ermittelte Unternehmenswert durch Multiplikation mit einem Verrentungszinssatz in eine Annuität umgerechnet wird (vgl. Senat, 21 W 15/11, juris; 21 W 34/12; Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, Rn. 12.202). Dabei wird für den Unternehmenswert jedoch regelmäßig der Ertragswert herangezogen (vgl. Senat, Beschluss vom 26.01.2015 – 21 W 26/13, juris Rn. 70; Beschluss vom 28.03.2014 – 21 W 15/11, juris Rn. 230; Beschluss vom 18.12.2014 – 21 W 34/12, juris Rn. 123) und dieser „verrentet“ wird.

Vorliegend hat das Landgericht und ihm folgend der Senat den Unternehmenswert der WCM AG jedoch nach der marktorientierten Methode geschätzt. Soweit die Antragsteller die Ansicht vertreten, für die Ermittlung des Ausgleichs nach § 304 AktG müsse demgegenüber zwingend auf einen nach der Ertragswertmethode geschätzten Unternehmenswert abgestellt werden, ist dieser Auffassung nicht zu folgen. Vielmehr ist es auch insoweit dem tatrichterlichen Ermessen überlassen, anhand welcher Methode der zur Ermittlung des Ausgleichs heranzuziehende Unternehmenswert geschätzt wird.

Dem steht die detaillierte Regelung des § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG nicht entgegen (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 08.05.2019 – 31 O 25/13, BeckRS 2019, 23342 Rn. 261; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und Konzernrecht, 2019, § 304 Rn. 39; Wasmann AG 2021, 179, 190; aA Decher in: FS Maier – Reimer, 2010, 57, 72; MüKoAktG/Paulsen, 2015, § 304 Rn. 75; unentschieden Stephan: in Stephan/Lutter, AktG, 2020, § 304 Rn. 77). Insoweit ist zwar zutreffend, dass der Gesetzgeber von der Ermittlung des Unternehmenswertes anhand der Ertragswertmethode ausgegangen sein dürfte. Dies folgt aus dem Wortlaut des § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG, in dem Vorgaben zur Mindesthöhe des Ausgleichs anhand von der Ertragswertberechnung zugrundeliegenden Begriffen wie der bisherigen Ertragslage, den künftigen Ertragsaussichten oder der Berücksichtigung angemessener Abschreibungen gemacht werden. Daraus folgt jedoch keine zwingende methodische Vorgabe seitens des Gesetzgebers zur Unternehmenswertermittlung, sondern lediglich eine ggf. auch auf anderem Wege zu ermittelnde Anforderung an die Mindesthöhe des Ausgleichs. Entsprechend werden – soweit ersichtlich – auch keine Einwände erhoben, sofern der Unternehmenswert nicht anhand der Ertragswertmethode sondern mittels eines Discounted Cashflow – Verfahrens (vgl. dazu etwa Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 2012, 305 ff.) geschätzt wird.

Für dieses Verständnis spricht bereits der Wortlaut der Vorschrift. So werden in § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG zwar Anforderungen an die mindestens dem außenstehenden Aktionär zu zahlende jährliche Zahlung formuliert. Ihre Ermittlung hat auszugehen von der bisherigen Ertragslage und ihren zukünftigen Ertragsaussichten, wobei Abschreibungen und Wertberichtigungen anders als Gewinnrücklagen zu berücksichtigen sind. Als Zielgröße wird der voraussichtlich ohne den Vertragsabschluss zahlbare durchschnittliche Gewinnanteil normiert. Eine konkrete, methodische Vorgehensweise ist damit aber nicht angesprochen. Konsequenter Weise erfolgt auch die allgemein akzeptierte Berechnung anhand einer Verrentung des im Rahmen der Unternehmensbewertung ermittelten Ertragswertes lediglich unter Berücksichtigung der vorgenannten Größen, ohne sie ausdrücklich in die Berechnung einfließen zu lassen oder auch nur gesondert

auszuweisen. Dass es sich dabei ohnehin nur um eine näherungsweise Schätzung und keinen präzise zu berechnenden Mindestwert handeln kann, kommt hinzu.

Daran gemessen erfüllt auch die Zugrundelegung des Börsenwertes der Gesellschaft die Anforderungen der Vorschrift und bleibt jedenfalls nicht hinter den sich allein hieraus ergebenden Mindestanforderungen an den zu schätzenden voraussichtlichen Durchschnittsgewinnanteil pro Jahr zurück. Denn der Kurs vor Bekanntgabe der Absicht, den Unternehmensvertrag zu schließen, bildet – wie dargelegt – vorliegend näherungsweise den Wert der Aktie ab. Dieser bestimmt sich aus der Summe der abgezinsten erwarteten Zahlungen, die dem Besitzer des Anteils in der Zukunft zufließen, wobei erwartete Zahlungen Dividenden, Sonderausschüttungen, Abfindungen oder auch Liquidationserlöse sein können (vgl. Weber ZGR 2004, 280; vgl. zur Abhängigkeit des Börsenkurses von der Ertragskraft der Gesellschaft auch BGH NJW 2001, 2080, 2081; NJW-RR 2016, 610, 612). Durch eine Verrentung dieses Wertes gelangt man zu einem Durchschnittswert, der jedenfalls über den durchschnittlichen Dividendenerwartungen und damit dem durchschnittlichen Gewinnanteil einer Aktie liegt. Dass die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer hinsichtlich der ihnen zukünftig zufließenden Zahlungen geprägt sein werden von der zukünftigen Ertragslage der Gesellschaft, die wiederum auf der Ertragslage in der Vergangenheit aufbaut, hierin aber auch etwa Abschreibungen und Wertberichtigungen einfließen, steht in einem informationseffizienten Markt mit sich im Wesentlichen rational verhaltenden Marktteilnehmern außer Frage.

Darüber hinaus bietet ebenso die Gesetzesbegründung keinen Anhalt für eine zwingende Methodenvorgabe. Auch insoweit lässt sich allein konstatieren, dass der Gesetzgeber bei der Fassung der Vorschrift eine Wertermittlung anhand des Ertragswertverfahrens vor Augen gehabt haben mag. Die Festlegung auf eine bestimmte Vorgehensweise zur Ermittlung der Höhe des angemessenen Ausgleichs findet sich hingegen an keiner Stelle (vgl. BT-Drucks IV/171, S. 223 f. zur Vorgängervorschrift § 293 AktG aF).

Stattdessen wird das Ziel des Gesetzgebers betont, wonach der Minderheitsaktionär für den Verlust des mitgliedschaftlichen Dividendenrechts kompensiert werden soll (vgl. MüKoAktG/Paulsen, 2015, § 304 Rn. 76). So heißt es ausdrücklich, die Bemessung gehe von dem Grundsatz aus, dass der außenstehende Aktionär mindestens den Betrag erhalten soll, auf den er, wenn der Vertrag nicht bestünde, künftig als Gewinnanteil rechnen könnte. Entscheidend sei, was die Gesellschaft nach ihrer bisherigen Ertragslage und nach den Gewinnaussichten, die sie künftig als frei am Markt stehendes Unternehmen hätte, unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen als verteilbaren Gewinn erwirtschaften könnte (vgl. BT-Drucks IV/171, S. 223 f.). Gerade dieses Ziel wird erreicht, wenn man die im Börsenkurs vor der Bekanntgabe der unternehmerischen Maßnahme zum Ausdruck gebrachten Einschätzungen der Marktteilnehmer dem Verrentungszins als Bezugsgröße zugrunde legt. Dabei wird auch dem weiteren Erfordernis einer Nichtberücksichtigung freier Gewinnrücklagen Rechnung getragen, da in den Börsenkurs alle erwarteten zukünftigen Zahlungen, mithin auch solche, die aus der in der Zukunft erfolgenden Auflösung von Rücklagen resultieren, Eingang finden.

Zudem spricht die Systematik der Vorschrift für das vom Senat vertretene Verständnis. Denn unstreitig wird in § 305 AktG vom Gesetzgeber keine Vorgabe gemacht, wie die angemessene Abfindung zu ermitteln ist (vgl. etwa Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 305 Rn. 47 f.). Daher entspricht es der jedenfalls nunmehr herrschenden Auffassung, dass eine Ermittlung der angemessenen Abfindung auch anhand des Börsenwertes der Gesellschaft erfolgen kann. Es wäre aber kaum nachvollziehbar, methodische Vorgaben für die Ermittlung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG zu machen, diese dann aber nicht auch auf die Abfindung nach § 305 AktG anzuwenden. Viel näher liegt ein Gleichlauf der in § 304 AktG und § 305 AktG zugelassenen Methodenvielfalt.

Schließlich spricht die Wahrung der Prozessökonomie für das hier vertretene Verständnis der Vorschrift. Hätte eine Ermittlung des angemessenen Ausgleichs zwingend anhand des Ertragswerts der Gesellschaft zu erfolgen, wären weitere ebenso kostenintensive wie Zeit in Anspruch nehmende Ermittlungen zur

Schätzung des Wertes der Gesellschaft anhand der Ertragswertmethode erforderlich, obgleich dem erkennenden Gericht bereits eine geeignete Schätzgrundlage vorliegt. Dass die Akzeptanz einer gerichtlichen Entscheidung zudem darunter leiden würde, wenn dem Ausgleich und der Abfindung ggf. geschätzte Unternehmenswerte der WCM AG in unterschiedlicher Höhe zugrunde liegen, kommt hinzu. Damit geht einher, dass jedenfalls vom Grundsatz her das Gesetz in §§ 304 und 305 AktG von einer Gleichwertigkeit beider Kompensationsleistungen ausgeht (vgl. dazu Koppensteiner in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2004, § 304 Rn. 52 ff.), was nicht mehr gewährleistet wäre, sofern die zu gewährende Abfindung anhand des Börsenkurses, der zu gewährende Ausgleich hingegen anhand des Ertragswertes geschätzt wird.

Soweit es die nach einer älteren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs geforderte Nichtberücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens betrifft (vgl. dazu BGHZ 156, 57, 61; OLG Stuttgart AG 2012, 49, 50; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 305 Rn. 59), ist dieses bzw. die hieraus resultierenden Gewinne zwar im Börsenwert der Gesellschaft konzeptionell enthalten. Hierdurch stellen sich Minderheitsaktionäre jedoch nicht schlechter, so dass auch insoweit keine Bedenken gegen die hier vertretene Auffassung bestehen.

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller weicht der Senat mit der hier vertretenen Ansicht auch nicht von seiner bisherigen Rechtsprechung ab. Zwar hat der Senat in einem anderen Fall entschieden, dass die am Börsenkurs orientierte Abfindung für die Ermittlung des angemessenen Ausgleichs keine Rolle spielt (vgl. AG 2015, 504, zit. nach juris Rn. 70). Dort ging es – wie auch in der von einigen Antragstellern im Rahmen der mündlichen Verhandlung angesprochenen Entscheidung des Bundesgerichtshofs aus dem Jahr 2006 (vgl. BGH NJW 2006, 1363, zit. nach juris Rn. 13) sowie den im letzten Schriftsatz der Antragsteller zu 13) u.a. zitierten Literatur (vgl. Koppensteiner in: Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, 2004, § 304 Rn. 55; Stephan: in Stephan/Lutter, AktG, 2020, § 304 Rn. 77) – aber ausschließlich um die Frage der Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung, wohingegen hier die Ermittlung des Unternehmenswertes anhand des Börsenwertes der Gesellschaft in Rede steht. Sollte der Entscheidung des Senats

aus dem Jahr 2015 etwas Anderes zu entnehmen sein, hält der Senat hieran jedenfalls nicht länger fest.

bb) Um den angemessenen Ausgleich zu ermitteln, ist der Unternehmenswert der WCM AG mit einem Verrentungszinssatz zu multiplizieren. Der Verrentungszinssatz hat im Wesentlichen zwei Risiken abzudecken. Zum einen tragen die Minderheitsaktionäre das Ausfallrisiko der herrschenden Gesellschaft mit Blick auf die feste Ausgleichszahlung während der Laufzeit des Unternehmensvertrags. Darüber hinaus tragen sie im Fall der Kündigung des Vertrags das Risiko, nur noch an einem im Wert gegenüber dem Zeitpunkt des Abschlusses des Unternehmensvertrags verminderten Unternehmen beteiligt zu sein und sodann auch wieder nur einen Anspruch auf unsichere, in ihrer Höhe schwankende Dividendenzahlungen zu haben (vgl. Senat, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11, juris Rn. 202). Die mit der Ausgleichszahlung verbundene Vermögensposition der außenstehenden Aktionäre ist somit weder risikolos noch mit dem Risiko der direkten Beteiligung am Unternehmen zu vergleichen. Daher ist im Regelfall weder eine Verrentung mit dem risikolosen Basiszins noch eine Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszins sachgerecht.

Im Vertragsbericht ist ausgehend von den vorstehenden Überlegungen ein Verrentungszins von 3,35 % für sachgerecht erachtet worden. Heringezogen worden ist zur Abbildung des Ausfallrisikos der beherrschenden Gesellschaft ein Fremdkapitalkostensatz von 2,75 %. Dieser wurde anhand der Zinsstrukturkurve für unbesicherte Unternehmensanleihen des Immobiliensektors mit einem Fremdkapitalrating von BBB und einer Laufzeit von 25 bis 30 Jahren ermittelt, wobei nach der unbestritten gebliebenen Darstellung im Vertragsbericht ein Fremdkapitalrating von BBB dem Investmentgrade für die in etwa entspricht. Zur Abbildung des Restrisikos für den Fall der Kündigung des Unternehmensvertrags wurde unter Berücksichtigung der vertragsspezifischen Merkmale eine Risikoprämie von 0,57 % ermittelt und im Anschluss aus der gerundeten Summe ein Verrentungszins von 3,35 % zugrunde gelegt.

Dieser Verrentungszins ist von der sachverständigen Prüferin bestätigt worden, wobei allerdings die sachverständige Prüferin von dem in der Praxis verbreiteteren Verfahren ausgegangen ist, wonach der Verrentungszins aus dem Mittelwert des der Unternehmensbewertung zugrundeliegenden vollen Kapitalisierungszinssatzes und des risikolosen Basiszinses gebildet wird (vgl. Senat, Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11, juris Rn. 201 mwNachW).

Einwände gegen den Verrentungszins sind im Beschwerdeverfahren nicht erhoben worden und im Übrigen auch nicht ersichtlich.

Soweit allerdings das Landgericht in der angefochtenen Entscheidung den von der Antragsgegnerin herangezogenen Verrentungszins mit 4,07 % beziffert hat, ist dies unzutreffend. Übersehen wurde hierbei, dass im Vertragsbericht nicht lediglich auf den Mittelwert der Fremdkapitalkosten der herrschenden Gesellschaft und der verschuldeten Eigenkapitalkosten der beherrschten Gesellschaft abgestellt worden ist, sondern bei der Bemessung des aus einer Vertragskündigung resultierenden Risikos eine Anpassung an die vertragsspezifischen Gegebenheiten vorgenommen wurde. Gleichwohl vermag die Argumentation des Landgerichts zu tragen, selbst bei für die Minderheitsaktionäre günstigsten Annahmen zum Kapitalisierungszins der WCM AG ergäbe sich ein unterhalb des veranschlagten Zinssatzes liegender Verrentungszins, da der sich in diesem Fall ergebende Verrentungszins bei 2,51 % vor Steuern bzw. 2,31 % nach Steuern läge und damit – hier für die Antragsteller vorteilhaft – immer noch unterhalb des tatsächlich herangezogenen Wertes von 3,35 % läge.

Jedoch bedarf es dieser erstinstanzlich angestellten Überlegung bereits deshalb nicht, weil gegen die einzelfallspezifische Schätzung der sogenannten beherrschungsvertragsspezifischen Risikoprämie in Höhe von 0,57 % von den Antragstellern auch erstinstanzlich keine überzeugenden Einwände vorgebracht werden. Eine Verrentung anhand der verschuldeten Eigenkapitalkosten der WCM AG wäre keine sachgerechte Abbildung des Risikos derjenigen Minderheitsaktionäre, die sich für eine Ausgleichszahlung entscheiden. Der möglichen Auszehrung der Gesellschaft während des Bestehens des

Unternehmensvertrags ist hinreichend durch den vertragsspezifischen Risikozuschlag auf die Fremdkapitalkosten der Rechnung getragen worden. Dem Stichtagsprinzip wurde genügt sowie die zur Ermittlung des Risikozuschlags unterstellte Vertragslaufzeit nachvollziehbar begründet.

Darüber hinaus bestehen aber auch gegen den im Vertragsbericht herangezogenen Kapitalisierungszins in Höhe von 3,97 % nach persönlichen Steuern ohnehin keine durchgreifenden Bedenken. Der dem Kapitalisierungszins zugrundeliegende Basiszins in Höhe von 0,92 % nach persönlichen Steuern ist methodisch zutreffend ermittelt worden. Der Betafaktor ist zwar auf der Grundlage einer peer group berechnet worden, unterscheidet sich der Höhe nach aber – wie dargelegt – praktisch nicht von dem seitens des Senats in der vorliegenden Situation präferierten eigenen Beta der WCM AG. Zwar liegt die veranschlagte Marktrisikoprämie mit 6 % am oberen Rand der vom FAUB empfohlenen Bandbreite und fällt daher auch höher aus, als der vom Senat für den vorliegenden Zeitraum regelmäßig herangezogene Wert von 5,5 %. Dies wirkt sich aber mit Blick auf den Verrentungszins – anders als beim Kapitalisierungszins – zugunsten und nicht zulasten der Minderheitsaktionäre aus, so dass auch insoweit ohne weiteres den Angaben im Vertragsbericht gefolgt werden kann. Folglich ist ebenfalls die sachverständige Prüferin im Rahmen ihrer Prüfung anhand des herkömmlichen Ansatzes zur Ermittlung des Verrentungszinses zu Recht von der Angemessenheit des im Vertragsbericht zugrunde gelegten Zinses überzeugt gewesen.

cc) Die Multiplikation des Unternehmenswertes mit dem Verrentungszins vor persönlichen Steuern ergibt den durchschnittlich zu erwartenden Unternehmensgewinn vor persönlichen Steuern. Daraus folgt ein Nettoausgleich von 0,11 €.

Der vorstehende Wert umfasst die Unternehmenssteuern und dabei insbesondere die Körperschaftsteuer und den Solidaritätszuschlag. Denn in den Börsenkurs finden die Unternehmenssteuern Eingang. Der in der Literatur umstrittenen Auffassung des Bundesgerichtshofs (vgl. dazu Baldamus, AG 2005, 77; Popp, WPg 2008, 23; offen gelassen in OLG Stuttgart, Beschluss vom - 20 W 6/08, Juris Rn

232) zufolge ist als angemessener Ausgleich jedoch nur der voraussichtlich verteilungsfähige Bruttogewinn je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftssteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs auszuweisen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272). In gleicher Weise ist grundsätzlich der Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen (vgl. OLG München AG 2007, 411, 414).

Grund für den gesonderten Ausweis ist der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zufolge, dass bei einem nach den Verhältnissen am Stichtag festgelegten unveränderten Nettobetrag etwaige zukünftige Steueränderungen bei der Unternehmenssteuer nicht berücksichtigt werden, weswegen in diesem Fall die Ausgleichszahlung nicht mehr angemessener Ersatz für die dem Minderheitsaktionär entgangenen Dividenden ist. Sinkt etwa der Unternehmenssteuersatz in der Zukunft, hätte dies ein Ansteigen der Dividende zur Folge, wohingegen ein einmal festgelegter Nettobetrag keiner Veränderung unterläge. Dieses Problem kann - allerdings unter Preisgabe des Stichtagsprinzips - umgangen werden, sofern statt eines fixen Nettobetrages ein Betrag vor Kapitalertragssteuer und Solidaritätszuschlag ausgewiesen wird, von dem sodann der jeweils gültige Unternehmenssteuersatz in Abzug zu bringen ist (vgl. etwa Senat, Beschluss vom 18.12.2014 – 21 W 34/12, juris Rn. 141 ff.; OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 - 31 Wx 88/06, Juris Rn 56, OLG Karlsruhe, Beschluss vom 13. Mai 2013 -12 W.77/08, Juris).

Der Steuersatz für Kapitalertragssteuer und Solidaritätszuschlag ist im Vertragsbericht mit 15,825 % angegeben (S. 182), ohne dass die Antragsteller diesem Wert entgegengetreten wären. Zudem ist der Satz von der sachverständigen Prüferin gebilligt worden (Prüfbericht S. 133). Entsprechend sieht auch der Senat keine Veranlassung hiervon abzuweichen.

Hieraus ergibt sich ein Bruttoausgleich pro Aktie in Höhe von 0,13 €. Dies entspricht dem vertraglich zugesprochenen Ausgleich, weshalb auch dieser als angemessen einzustufen ist.

3. Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 SpruchG. Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten den Antragstellern aufzuerlegen. Dies gilt auch mit Blick darauf, dass die Rechtsmittel erfolglos blieben. Denn allein die Erfolglosigkeit ist nicht ausreichend, um von der Ausnahmeregelung des § 15 Abs. 1 SpruchG Gebrauch zu machen, zumal vorliegend der Senat weitere Ermittlungen von Amts wegen für erforderlich hielt. Gleichzeitig entspricht es in Anbetracht des Unterliegens der Antragsteller aber auch nicht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller trägt. Vielmehr tragen die Antragsteller wie die Antragsgegnerin ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

Die Rechtsbeschwerde ist mit Blick auf die bislang höchstrichterlich nicht geklärte Rechtsfrage, ob die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG anhand des Börsenkurses von Gesetzes wegen ausgeschlossen ist, zuzulassen, wobei eine Beschränkung auf die Bestimmung des Ausgleichs wegen gleicher Vorfragen bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung nach § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG und der damit verbundenen Gefahr sich widersprechender Entscheidungen nicht in Betracht kommt.

Die Festsetzung des Geschäftswertes erfolgt für das Beschwerdeverfahren nach § 74 Abs. 1 Satz 1 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert dem Mindestwert in Höhe von 200.000 €.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Diese Entscheidung kann mit der Rechtsbeschwerde angefochten werden. Sie ist innerhalb einer Notfrist von einem Monat bei dem Bundesgerichtshof, Herrenstraße 45a, 76133 Karlsruhe, einzulegen. Die Frist beginnt mit der Zustellung der Entscheidung.

Beschwerdeberechtigt ist, wer durch diese Entscheidung in seinen Rechten beeinträchtigt ist. Die Rechtsbeschwerde wird durch Einreichung einer

Rechtsbeschwerdeschrift eingelegt. Die Rechtsbeschwerde kann nur durch einen beim Bundesgerichtshof zugelassenen Rechtsanwalt eingelegt werden.

Die Rechtsbeschwerde ist innerhalb derselben Frist zu begründen.