Geschäftsnummer:
12 W 57/10
24 AktE
12/03
Landgericht
Mannheim

Oberlandesgericht Karlsruhe

12. Zivilsenat

Beschluss

In Sachen

gegen

- Antragsgegnerin / Beschwerdegegnerin / Anschlussbeschwerdeführerin-
Prozessbevollmächtigte:

wegen gerichtlicher Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gem. §§ 327ff, 306 AktG

I. Die Beschwerde der Antragstellerin zu 5 gegen den Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 10. Juni 2010 - 23 AktE 12/03 - wird als unzulässig verworfen.

II. Die Beschwerden der Antragsteller zu 9, 11, 16, 18, 20, 21 und 22 und die Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin gegen den Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 10. Juni 2010 - 23 AktE 12/03 - werden zurückgewiesen.

III. Die Antragsgegnerin trägt die im Beschwerdeverfahren entstandenen Gerichtskosten einschließlich der Kosten des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller/Anschlussbeschwerdegegner zu 1 bis 4, 6 bis 8, 10, 12 bis 15, 17 und 19.

Die im Beschwerdeverfahren entstandenen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller/Beschwerdeführer zu 5, 9, 11, 16, 18, 20, 21 und 22 trägt die Antragsgegnerin zur Hälfte.

Im Übrigen werden die außergerichtlichen Kosten nicht erstattet.

IV. Der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren wird für die Gerichtskosten und die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre auf 200.000,00 € festgesetzt.

GRÜNDE

I.

Die Antragsteller waren Aktionäre der A. AG, Sie begehren nach durchgeführtem „Squeeze-Out" einen höheren Abfindungsbetrag nach § 327 a AktG.

Die A. AG wurde im Jahr 1910 gegründet. Satzungsgemäßer Gegenstand des Unternehmens ist die Fabrikation von Pumpen, Maschinen und Maschinenteilen, der Betrieb einer Eisen- und Metallgießerei sowie die Fabrikation damit in Verbindung stehender Artikel und der Handel mit diesen und den einschlägigen Rohmaterialien. Die Produktion fand zum Bewertungszeitpunkt in drei deutschen Standorten und in den Niederlanden über die dortige Tochtergesellschaft H. statt. Darüber hinaus bestehen mehrere rechtlich eigenständige Vertriebsgesellschaften in Europa, die auch zum Teil über kleine Werkstätten verfügen und überwiegend zu 100% im Besitz der A. AG sind.

Das Grundkapital von 6.240.000 EUR war eingeteilt in 120.000 Vorzugsaktien mit einem Vorzugsgewinnanteil von 6% des anteiligen Grundkapitals sowie einer Mehrdividende von 2% und 120.000 Stammaktien. Hauptaktionärin der A. war die C. KG, die 118.488 Stammaktien und 118.465 Vorzugsaktien und damit 98,73 % des Grundkapitals hielt. Die restlichen Anteile befanden sich im Streubesitz.

Komplementärin und Kommanditistin der C. KG waren 100%ige Konzerntöchter der C C USA. Nach dem Austritt der Komplementärin wuchsen sämtliche Aktiva und Passiva bei der Kommanditistin, der an, die mittlerweile als A. Group GmbH firmiert.

Zwischen der A. AG und der Hauptaktionärin C. KG bestand ein mit einer Frist von 6 Monaten zum Geschäftsjahresende kündbarer Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, welchem die Hauptversammlung der A. AG mit Beschluss vom 14.6.2000 zustimmte. Es wurde eine Barabfindung von EUR 485,22 je Stammakte und EUR 356,88 je Vorzugsaktie festgelegt. Der Streit hierüber war Gegenstand des mit Beschluss vom 22.06.2010 abgeschlossenen Verfahrens LG Mannheim 23 AktE 3/00 / OLG Karlsruhe 12 W 87/07.

Die Hauptversammlung der A. AG beschloss am 28.8.2003 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die C. KG gegen Gewährung einer Abfindung von 698 € je Stammaktie und 513 € je Vorzugsaktie. Die Barabfindungen beruhten auf den im Übertragungsbericht dargelegten Erkenntnissen der - und dem Prüfungsbericht der durch Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 26. März 2003 eingesetzten (Anlagen AG 1, 3). Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister erfolgte am 13.10.2003, die Bekanntmachung im Bundesanzeiger am 20.11.2003.

Mit beim Landgericht in der Zeit vom 28.10.2003 bis 05.3.2004 eingegangenen Anträgen begehren die Antragsteller die Festsetzung einer höheren angemessenen Barabfindung durch das Gericht.

Die Antragsteller sind der Auffassung, dass der Unternehmenswert zu niedrig angesetzt sei, insbesondere sei eine positive Entwicklung der Ertragslage im Jahr 2003 nicht berücksichtigt. Der Kapitalisierungszins sei zu hoch angesetzt, insbesondere bei Basiszins und Risikozuschlag seien die Werte überhöht. Im Übrigen vertreten sie zum großen Teil die Auffassung, dass eine Unterscheidung zwischen Stamm- und Vorzugsaktie nicht vorzunehmen sei.

Die Antragsteller und der vom Gericht bestellte Vertreter der außenstehenden Aktionäre haben die Festsetzung einer angemessenen Abfindung über den in der Hauptversammlung vom 28. August 2003 geschlossenen Vertrag hinaus beantragt.

Die Antragsgegnerin hat beantragt, die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin hat die Auffassung vertreten, dass der Antrag des Antragstellers zu 1 unzulässig sei, weil er noch vor der Bekanntmachung der Eintragung gestellt worden sei. Im Übrigen sei die Aktionärseigenschaft zum maßgeblichen Stichtag der Eintragung am 13.10.2007 von zahlreichen Antragstellern nicht hinreichend nachgewiesen, zumindest nicht innerhalb der 3-Monatsfrist des § 4 SpruchG.

Die Antragsgegnerin hat die getroffenen Feststellungen zum Unternehmenswert verteidigt und ist der Auffassung, dass Stamm- und Vorzugsaktien unterschiedlich zu bewerten seien. Auch aus dem Börsenkurs sei kein höherer Wert der Anteile abzuleiten, da dieser angesichts der wenigen Aktien und des geringen stattgefundenen Handelsvolumen nicht aussagekräftig sei.

Das Landgericht hat nach Einholung eines Sachverständigengutachtens durch . und ein weiteres Ergänzungsgutachten sowie nach Anhörung des Sachverständigen .[1] mit Beschluss vom 10.06.2010 unter Zurückweisung der Anträge im Übrigen die Abfindung für jede Vorzugsaktie der Antragsgegnerin auf 551,10 € nebst Verzinsung festgesetzt. Die Anträge der Antragsteller zu 5, 6, 8, 14 und 19 hat das Landgericht als unzulässig zurückgewiesen.

Hiergegen richten sich folgende Beschwerden und Anschlussbeschwerden der Beteiligten:

Beteiligter	zugestellt am	As.	Beschwerde bzw. Anschluss-Beschwerde eingelegt am	As.
Antragsteller zu 5	18.06.2010	I 810	13.07.2010	I 867
Antragsteller zu 9 u.	15.06.2010	I 811	29.06.2010	I 835

[1] Termin zur Anhörung vom 18.03.2010, As. I 690 ff.

20	16.06.2010	I 815	29.06.2010	I 835
Antragsteller zu 11	16.06.2010	I 817	30.06.2010	I 840
Antragstellerin zu 16	22.06.2010	I 828	30.06.2010	I 837
Antragsstellerin zu 18	16.06.2010	I 834	30.06.2010	I 839
Antragsteller zu 21 u. 22	16.06.2010	I 818 I 816	26.06.2010 26.06.2010 (keine Begr.)	II 951 I 830
Gemeinsamer Vertreter (Abfindung)	16.06.2010	I 803	27.04.2011	II 1005
Antragsgegnerin	18.12.2008	I 497	14.07.2009 (Anschlussbeschwerde)	II 117

Die Antragsgegnerin hat sich den sofortigen Beschwerden der Antragsteller zu 5, 9, 11, 16, 18, 21 und 22 mit einer unselbstständigen Anschlussbeschwerde angeschlossen.

Die Beschwerde führenden Antragsteller beanstanden weiterhin, dass die Abfindung der Vorzugsaktie höher zu bewerten sei. Die Bestimmung des Kapitalisierungszinses unter Anwendung des IWD 2005 und Verwendung des arithmetischen Mittels seien unzutreffend erfolgt. Die Annahme eines Basiszinssatzes von 5,0% und einer Marktrisikoprämie von 5,5% sei nicht plausibel. Ein Zuschlag von 2% Risikoprämie nach Steuern sei schon ein solcher von 60%. Der Betafaktor hätte nicht mittels P.-Group-Daten ermittelt werden dürfen. Für die A.-Aktie könne ein niedrigerer unternehmensindividueller Betafaktor nachgewiesen werde.

Die Antragstellerin zu 5 beantragt:

> Den Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 10.06.2010 abzuändern, soweit mit ihm der Antrag als unzulässig zurückgewiesen worden ist und der Antragsgegnerin auch die außergerichtlichen Kosten der Antragstellerin zu 5 aufzuerlegen.

Die Antragstellerin zu Ziffer 9 und die Antragsteller zu 11, 18 und 20 beantragen:

> Unter Abänderung des Beschlusses vom 10.06.2010 die durch den angefochtenen Beschluss von ursprünglich € 513,00 auf € 551,10 je Vorzugsaktie festgesetzte Abfindung auf einen höheren Betrag festzusetzen.

Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beantragt:

> Die Abfindung für die Vorzugsaktien der A. AG jeweils höher als nur mit 551,10 €, mindestens aber im Gleichstand mit der Abfindung für die Stammaktien mit 698,00 € pro Stück festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt:

1. Die sofortigen Beschwerden der Antragsteller zu 5, 9, 11, 16, 17, 18, 20, 21 und 22 werden zurückgewiesen.
2. Der Beschluss des Landgerichts Mannheim vom 10. Juni 2010 wird wie folgt abgeändert:
   a. Die Anträge der Antragsteller werden zurückgewiesen.
   b. Die Antragsteller tragen die Kosten des Verfahrens erster Instanz. Sämtliche Antragsteller tragen ihre jeweiligen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens erster Instanz selbst.
3. Die Antragsteller zu 5, 9, 11, 16, 17, 18, 20, 21 und 22 tragen die Kosten des Beschwerdeverfahrens und die außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin in der Beschwerdeinstanz.

Die Antragsgegnerin führt aus, der Stichtag liege im vorliegenden Fall nach Inkrafttreten des Halbeinkünfteverfahrens. Daher sei das IDW S 1 2005 uneingeschränkt auf die Überprüfung der Bewertung der A. AG anwendbar. Die Verwendung des geometrischen Mittels setze voraus, dass von einer stochastischen Abhängigkeit der in der Vergangenheit zu beobachtenden jährlichen Aktienrenditen auszugehen sei. Das sei aber nach dem Stand der betriebswirtschaftlichen und finanzmathematischen Forschung gerade nicht der Fall. Der Betafaktor sei zutreffend ermittelt worden. Die Berücksichtigung des eigenen Betafaktors sei wegen des geringen Handelsvolumens nicht aussagekräftig. Die

Erhöhung der Abfindung für die Vorzugsaktie sei nicht gerechtfertigt. Es hätte zumindest berücksichtigt werden müssen, dass die Stämme in der Vergangenheit weit mehr zur Unternehmensfinanzierung beigetragen hätten als die Vorzüge. Die Marktdaten aus der Zeit nach dem BGAV gäben jedenfalls keinerlei Anlass, von einer „Aufhebung" des Mehrwertes des Stimmrechts auszugehen.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sachverhalts wird, soweit in diesem Beschluss keine abweichenden Feststellungen getroffen worden sind, auf die angefochtene Entscheidung und die Schriftsätze der Beteiligten sowie die von ihnen vorgelegten Urkunden wird nebst aller Anlagen Bezug genommen.

II.

A.

Die Beschwerde der Antragstellerin zu 5 ist unzulässig, da sie nicht rechtzeitig eingelegt worden ist.

1. Der Beschluss des Landgerichts ist der Beteiligten zu Händen ihres Prozessbevollmächtigten am 18.06.2010[2] zugestellt worden. Ihre Beschwerdeschrift ist am 13. Juli 2010[3] und damit nach Ablauf der zweiwöchigen Frist (§§ 17 Absatz 2 Satz 2, 12 Absatz 1 SpruchG in Verbindung mit Artikel 111 Absatz 1 FGG-RG, § 22 Absatz 1 FGG) bei dem Oberlandesgericht eingegangen. Gegenstand der sofortigen Beschwerde im Sinne von § 11 Abs. 1 SpruchG sind die die erste Instanz abschließende Beschlüsse[4]. Zu den mit der sofortigen Beschwerde anfechtbaren Beschlüsse rechnen damit auch solche gemäß § 11 Abs. 1 SpruchG, die den Antrag - wie hier - als unzulässig verwerfen.

---

[2] As. I 810
[3] As. II 867
[4] Kölner Komm.- Wilske, 1. Aufl., SpruchG, § 11 Rn. 3

Trotz Hinweis des Senats vom 08.02.2012[5] zur Fristversäumung hat der Antragsteller zu 5 hierzu keine weitere Stellungnahme abgegeben.

2. Die Beschwerde der Antragstellerin zu 5 kann auch nicht als Anschlussbeschwerde gewertet werden, weil keine selbständige Beschwerde der Antragsgegnerinnen vorliegt. Im Spruchverfahren kommt eine Anschließung nur an die vom Gegner eingelegte Hauptbeschwerde oder selbständige Anschlussbeschwerde in Betracht; insoweit gilt nichts anderes als im Zivilprozess[6].

3. Die Beschwerdefrist ist auch nicht bereits durch die Beschwerde der übrigen Antragsteller gewahrt. Der Auffassung, das Verhältnis der Antragsteller zueinander entspreche demjenigen von echten Streitgenossen im Sinne des § 62 ZPO, folgt der Senat nicht.

Es kann dahingestellt bleiben, ob die Vorschrift des § 62 ZPO auf Rechtsmittelfristen grundsätzlich keine Anwendung findet[7]. Nach § 11 Absatz 3 SpruchG ist die Entscheidung des Gerichts den einzelnen Beteiligten zuzustellen; diese Zustellung setzt individuell für jeden Beschwerdeberechtigten die Frist für die Beschwerde in Gang[8]. Ausgleich und Entschädigung können zwar nur einheitlich gegenüber allen Antragstellern festgestellt werden. Der Bundesgerichtshof hat in einer Landwirtschaftssache, in der über die Erteilung oder Versagung einer Genehmigung ebenfalls nur einheitlich gegenüber allen Vertragsbeteiligten entschieden werden konnte, ausgeführt, dass für das Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit eine dem § 62 ZPO entsprechende Regelung nicht getroffen ist und daher die Einlegung eines Rechtsmittels durch einen Beteiligten keine fristwahrende Wirkung für die anderen Beteiligten habe[9]. Besonderheiten des Spruchverfahrens, die eine andere Beurteilung rechtfertigen könnten, sind nicht ersichtlich. Vielmehr macht die Ausgestaltung des Spruchverfahrens und die Wirkung der dort getroffenen Entscheidungen auch für am Verfahren nicht beteiligte Aktionäre eine Regelung, wie sie in § 62 ZPO für den Zivilprozess getroffen wird, entbehrlich.

---

[5] As. II 1045
[6] vgl. OLG Zweibrücken, Beschluss vom 2. März 2004 - 3 W 167/03, NZG 2004, 382, juris-Rn. 22 m. w. N.
[7] vgl. hierzu etwa Schultes in Münchener Kommentar zur ZPO, 3. Auflage, § 62, Rn. 44
[8] Klöcker/Frowein, Spruchverfahrensgesetz, § 11, Rn. 18
[9] BGH, Beschluss vom 27. Oktober 1960 - V BLw 15/60, RdL 1961, 17, 19

B.

Zulässigkeit der übrigen Beschwerden

Die Beschwerde der Antragsteller zu 9, 11, 16, 18, 20, 21 und 22 sind zulässig.

1. Die Antragsteller zu 16, 21 und 22 haben ihre Beschwerden zwar nicht begründet und sich damit in der Sache nicht mit der Entscheidung des Landgerichts auseinandergesetzt. Dies steht der Zulässigkeit ihrer Beschwerden jedoch nicht entgegen. Denn besondere Anforderungen an Form und Inhalt bestehen gemäß dem nach § 17 Abs. 1 SpruchG i.V. m. Art. 111 Abs. 1 Satz 1 FGG-RG noch ergänzend anwendbaren § 21 FGG nicht. Es ist weder ein bestimmter Antrag noch eine Begründung erforderlich. Die Beschwerde muss lediglich erkennen lassen, dass eine Überprüfung der erstinstanzlichen Entscheidung begehrt wird[10].

2. Auch die unselbständige Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin, mit der diese sich den Beschwerden der Antragsteller angeschlossen hat, ist zulässig[11].

Obwohl das Gesetz über die Angelegenheiten der Freiwilligen Gerichtsbarkeit keine Vorschriften über die Anschließung im Beschwerdeverfahren enthielt, war sie in echten Streitsachen der Freiwilligen Gerichtsbarkeit entsprechend § 567 Absatz 3 ZPO zulässig, weil hier die Interessenlage der Beteiligten mit der von Parteien im Zivilprozess vergleichbar war und die Beschwerde in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit auch die Aufgaben wahrnahm, für die im Zivilprozess die Berufung und die Revision dienten. Für diese Rechtsmittel ist die Anschließung ausdrücklich geregelt (§§ 521, 556 ZPO). In echten Streitsachen der Freiwilligen Gerichtsbarkeit befindet sich der Beschwerdegegner wegen des Verschlechterungsverbots in vergleichbarer Lage wie ein Berufungs- oder Revisionsbeklagter, der sein Verfahrensziel nicht vollständig erreicht hat; dieser sieht sich nämlich der Gefahr ausgesetzt, dass es trotz nochmaliger Überprüfung durch das Beschwerdegericht bei der ihm ungünstigen Entscheidung verbleibt, selbst wenn das Beschwerdegericht sie für unrichtig ansehen sollte. Die Grundsätze der Waffen-

---

[10] OLG Zweibrücken ZIP 2004, 1666; Klöckner/Frowein, Spruchverfahrensgesetz, § 12 Rn. 8; Keidel/Kuntze/Winkler/Sternal, FGG, 15. Aufl., § 21 Rn. 23; a. A. Kölner Komm., a.a.O., § 12 Rn. 31

[11] Für die Zulässigkeit unselbständiger Anschlussbeschwerden auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08, (juris- Rn. 66); OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 24. November 2011 - 21 W 7/11 (juris- Rn. 22)

gleichheit und Verfahrensökonomie gebieten es deshalb, auch nach Ablauf der eigenen Rechtsmittelfrist die Anschließung zuzulassen. Dadurch wird verhindert, dass ein Beteiligter, der sich zunächst mit der Entscheidung zufriedengeben will, solange nur der ihm günstige Teil vom Gegner nicht angefochten wird, sich benachteiligt sieht, wenn der Gegner ein Rechtsmittel einlegt. Das würde zu dem aus Gründen der Verfahrensökonomie nicht wünschenswerten Ergebnis führen, dass bei einer solchen Fallgestaltung die Entscheidung immer vorsorglich angefochten wird, obwohl man an sich bereit wäre, sie zu akzeptieren[12].

C.

Begründetheit der Beschwerden

In der Sache haben die Beschwerden der Antragsteller zu 9, 11, 16, 18, 20, 21 und 22 und die Anschlussbeschwerde der Antragsgegnerin keinen Erfolg. Die Beteiligten streiten im Beschwerdeverfahren insbesondere noch darüber, welcher Abfindungsbetrag für die Vorzugsaktie der Antragsgegnerin angemessen ist. Die Antragsteller vertreten unter anderem die Auffassung, dass die Vorzugsaktie mindestens im Gleichstand mit der Abfindung für die Stammaktie mit 698,00 € pro Aktie festzusetzen ist, während die Antragsgegnerin weiter die vom Landgericht vorgenommene Erhöhung für nicht sachgerecht erachtet. Mit der Anschlussbeschwerde verfolgt die Antragsgegnerin das Ziel, dass die Vorzugsaktie geringer als die Stammaktie (Verhältnis 1,36:1) zu bewerten sei.

Zu den einzelnen Einwendungen der Antragsteller und der Antragsgegnerin

I. Abfindungsanspruch für die Vorzugsaktien

---

[12] BayObLG, Beschluss vom 19. Oktober 1995 - 3Z BR 17/90, WM 1996, 526

Angemessen ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht[13]. Zu ermitteln ist deshalb der Grenzwert, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann[14]. Für die Bemessung der Abfindung müssen die am Stichtag - hier dem 28.08.2003 - bestehenden Verhältnisse der beherrschten Gesellschaft berücksichtigt werden (§ 305 Abs. 3 Satz 2 AktG). Der angemessene Ausgleich und die angemessene Abfindung unterliegen in einem weiten Umfang richterlicher Schätzung (§ 287 ZPO). Hierbei ist es nicht möglich, mathematisch einen genauen Unternehmenswert zum Stichtag festzulegen. Es muss vielmehr auch hingenommen werden, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung besteht[15]. Die Bewertung in diesem Bereich ist nur eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung und keine punktgenaue Messung. Das folgt schon daraus, dass eine Unternehmensbewertung auf Prognosen über künftige Entwicklungen beruht, von denen es nicht nur eine Richtige gibt und die im seltensten Fall auch so wie vorhergesagt eintreffen[16].

1. Börsenwert

Das Landgericht ist zutreffend davon ausgegangen, dass hier der Börsenwert nicht geeignet ist, den wahren Wert der Aktie zu bestimmen und die Grundlage für die Festsetzung der Abfindung zu bilden.

Die Barabfindung im Sinne des § 305 Abs. 2 S. 3 AktG ist nur dann angemessen, wenn dem außenstehenden Aktionär eine volle Entschädigung gewährt wird. Nach der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts vom 27. April 1999[17] ist der Verkehrswert der Aktie die untere Grenze des dem Aktionär zu zahlenden Entschädigungsbetrages. Er wird als ein Wert verstanden, der durch die Verkehrsfähigkeit der Aktie geprägt wird und dem Betrag entspricht, den der Aktionär auf Grund der Möglichkeit, sie frei zu veräußern, auf dem dafür relevanten Markt zu erzielen vermag. Der Verkehrswert der Aktie

---

[13] BVerfGE 14, 263, 284; BayObLG NJW-RR 1996, 1125
[14] BGHZ 138, 136; BayObLG AG 2006, 41; OLG München AG 2007, 246; Münchner Komm. /Paulsen, AktG, 3. Aufl., § 305 Rn.78.
[15] BayObLG AG 2006, 41 (Rn. 17)
[16] OLG Stuttgart AG 2011, 420 (juris- Rn. 159)
[17] BVerfG ZIP 1999, 1436

ist, wie das Bundesverfassungsgericht weiter ausgeführt hat, in der Regel mit dem Börsenwert identisch. Da er stets die untere Grenze der wirtschaftlich vollen Entschädigung bildet, muss dem außenstehenden Aktionär grundsätzlich mindestens der Börsenwert als Barabfindung gezahlt werden[18]. Dabei ist für die Beurteilung nunmehr nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs auf einen nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurs innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme abzustellen[19]. Der Sachverständige hat nachvollziehbar aufgezeigt, dass mit dem deutlich unter 5% liegenden Anteil der frei handelbaren Aktien in dem Referenzraum drei Monate vor der Hauptversammlung und insbesondere darüber hinaus auch in einem drei Jahres-Zeitraum nur ein ganz geringes Handelsvolumen festgestellt werden konnte[20]. Infolge einer hier anzunehmenden Marktenge kann deshalb der Börsenkurs keine verlässliche Grundlage für den wahren Wert der Aktie abgeben. Hiergegen erinnern die Antragsteller auch weiter nichts.

2. Unternehmenswert nach der Ertragswertmethode

Der Senat schätzt in Übereinstimmung mit dem Landgericht den Unternehmenswert der A. AG auf T€ 132.263 bzw. auf T€ 124.221 (ohne nicht betriebsnotwendiges Vermögen)[21].

Die Ermittlung des Unternehmenswerts nach dem Ertragswertverfahren zu dem nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG für den Ausschluss (Squeeze-out) maßgeblichen Tag der Hauptversammlung am 28.08.2003 begegnet keinen methodischen Bedenken. Die Ertragswertmethode ist als eine mögliche und geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt, verfassungsrechtlich unbedenklich[22] und im vorliegenden Fall von den Antragstellern auch nicht in Frage gestellt.

a) Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären zukünftig zufließenden Erträge der A. AG zu schätzen und mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen; der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist hinzuzurechnen. Danach wird der Unternehmenswert nach den erwarteten Gewinnen in der Zukunft aus der Sicht eines Unter-

---

[18] BGH NJW 2001, 2080
[19] BGHZ 186, 229; AG 2011, 590
[20] Gutachten vom 22.08.2007, S. 91 -96
[21] Gutachterliche Stellungnahme vom 22.02.2010, S. 4 = As. I 675 und As. I 687
[22] BGH NJW 2003, 3272; OLG Stuttgart NZG 2007, 112; Senat Beschluss vom 21.01.2010 - 12 W 77/08

nehmenskäufers ermittelt. Die zu erwartenden Gewinne können naturgemäß nur aus einer ex ante-Betrachtung des maßgeblichen Stichtages, d.h. des Zeitpunkts der Beschlussfassung der Gesellschaft über den Unternehmensvertrag, geschätzt werden. Grundlage der Schätzung sind hierbei in der Regel die früheren Erträge der Gesellschaft in den vergangenen 3 bis 5 Jahren. Diese werden in die Zukunft fortgeschrieben, wobei bei der Prognose der zukünftigen Erträge nur solche positiven und negativen Entwicklungen berücksichtigt werden dürfen, die in dem fraglichen Zeitraum zumindest in ihrem Kern bereits angelegt und absehbar sind (sog. Wurzeltheorie). Die Ertragsaussichten der abhängigen Gesellschaft sind damit rückblickend von einem längst vergangenen Zeitraum aus zu beurteilen, ohne dass zwischenzeitliche Entwicklungen berücksichtigt werden dürfen[23].

b) Die vom Landgericht unter Berücksichtigung der Ausführungen des Sachverständigen zugrunde gelegten Ertragsprognosen sind nicht zu beanstanden. Ebenso ist nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige und ihm folgend das Landgericht bei der Überprüfung der Ertragswertberechnung auf die Empfehlungen des IWD S 1 2005 abgestellt hat (siehe hierzu unten 4. a).

Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts sind die Ertragsprognosen und die ihnen zugrunde liegende Unternehmensplanung nur eingeschränkt überprüfbar. Diese Beschränkung der gerichtlichen Prüfungsdichte folgt aus der Natur der Prognose. Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden[24].

Das Landgericht ist unter Berücksichtigung der Ausführungen des Sachverständigen im Gutachten vom 22.08.2007, der sein Gutachten auf Grund der weiteren Einwendungen

---

[23] OLG Stuttgart AG 2004, 43 (juris- Rn. 21); BayObLG AG 2002, 390; Senat - Beschluss vom 22.06.2010 - 12 W 87/07 und Beschluss vom 21.01.2011 - 12 W 77/08

[24] vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 22. September 2009 - 20 W 20/06, WM 2010, 173 (juris- Rn. 60)

der Antragsteller 3, 9, 17 und 18 mit weiterem Gutachten schriftlich ergänzt[25] und auch nochmals mündlich[26] erläutert hat, von einem Ertragswert der A. AG zum 28.08.2003 von T€ 124.221 (ohne nicht betriebsnotwendiges Vermögen) ausgegangen. Der Senat folgt nach Überprüfung den nachvollziehbar und plausibel begründeten Ausführungen des Landgerichts.

aa) Ertragslage in der Vergangenheit

Der Sachverständige hat zunächst die in der Vergangenheit tatsächlich erzielten Ergebnisse als einen ersten Plausibilitätsmaßstab für die Beurteilung der zukünftigen Ertragskraft herangezogen und hierbei die so ermittelten Werte um die nicht nachhaltigen Aufwendungen und Erträge bereinigt. Hiergegen ist methodisch nichts einzuwenden. Die so genannte Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen (siehe IWD S 1 2005, Tz. 5.2)[27].

Entgegen der Auffassung der Antragstellerin zu 18 hat das Landgericht sich auch mit gegen das Gutachten S. vom 22.08.2007 vorgebrachten Kritikpunkten im Einzelnen auseinander gesetzt. Der Sachverständige ist nach den von ihm vorgenommenen Bereinigungen von einem Jahresüberschuss für die Geschäftsjahre 2000 bis 2002 von T€ 8.656 (2000), 14.437 (2001) und 10.602 (2002) ausgegangen[28]. Der Sachverständige hat die Gewinn- und Verlustrechnung der A. AG für die Geschäftsjahre 2000 bis 2002 in einzelnen Positionen bereinigt und ist zu höheren Jahresüberschüssen für die angeführten Jahre gelangt. Der Sachverständige hat im Einzelnen ausgeführt, bei welchen Positionen Bereinigungen vorgenommen worden, nämlich Personalaufwand, sonstige betriebliche Aufwendungen und sonstige betriebliche Erträge[29]. Der Sachverständige hat auch dargelegt, worauf der Personalaufwand zurückzuführen ist. Die Aufwendungen standen im Zusammenhang mit dem geplanten Mitarbeiterabbau, woraus Aufwendungen aus Sozialplänen und Abfindungen sowie Pensionszusagen resultierten.

---

[25] Gutachten vom 27.04.2009
[26] Mündliche Verhandlung vom 18.03.2010, As. I 690 ff.
[27] Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Rn. 982
[28] Gutachten vom 22.08.2007, Tabelle 5, S. 19
[29] Tabelle 4 Gutachten vom 22.08.2007, S. 18

Das Landgericht hat auch zutreffend ausgeführt, dass eine negative Beeinflussung des operativen Ergebnisses durch den vorausgegangenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nicht festgestellt werden konnte. Hinzu kommt weiter, dass etwaige Nachteile durch den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bereits Gegenstand des Spruchverfahrens 23 AktE 3/00 (= 12 W 87/07 - Senat, Beschluss vom 22.06.2010) waren und damit nicht nochmals zu einer Erhöhung einer Abfindung im Rahmen des Squeeze-out-Verfahrens herangezogen werden können. Der Sachverständige hat zu Recht angeführt, dass die Bewertung der Gesellschaft anlässlich des Squeeze-out auf die tatsächlichen Verhältnisse der Gesellschaft zum Tag der Hauptversammlung abzustellen hat. Sofern von der Konzernzugehörigkeit in Verbindung mit dem bestehenden Beherrschungsvertrag nachteilige Effekte auf die Gesellschaft ausgehen sollten, so seien diese gleichwohl einzubeziehen[30]. Dies ist den zutreffenden Ausführungen des Sachverständigen zufolge deshalb unkritisch, weil in § 305 AktG geregelt ist, dass den Aktionären bei Abschluss eines Beherrschungsvertrags eine Abfindung anzubieten ist, um den Aktionär vor einer möglichen Entwertung seiner Anteile unter dem Regime eines Beherrschungsvertrags die Möglichkeit zu geben, zu einem angemessenen Gegenwert seine Aktien zu veräußern.

bb) Planung und Prognose (Phasenmethode)

Das Landgericht hat die dem Gutachten zugrunde gelegten Ertragsprognosen für die Jahre 2003 bis 2005 (Phase I) und die Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses (ewige Rente, Phase II) zu Recht nicht beanstandet. Zunächst ist anzumerken, dass A. für das Geschäftsjahr 2003 ein detailliertes Budget vorgelegt hat, während es sich für die Planjahre 2004 und 2005 nur um eine Fortschreibung des Budgets 2003 auf Grund pauschaler Annahmen ohne detaillierte Planung auf Segmentebene handelt. Der Sachverständige konnte somit keine Überprüfung von Planunterlagen vornehmen, sondern hat sich bei der Angemessenheitsprüfung auf eine Kennzahlenanalyse sowie eine Analyse der Entwicklung im Zeitablauf konzentriert[31], was hier auf Grund der konkreten Umstände methodisch vertretbar ist. Denn der reguläre Planungsprozess bei A. sah bis 2002 nur eine einjährige Planung auf Basis der US-amerikanischen Rechnungslegungsstandards US-GAAP vor. Für Zwecke des Squeeze-out wurde der Planungszeitraum um zwei Jah-

---

[30] Ergänzungsgutachten vom 27.04.2009, S.5/6
[31] Gutachten vom 22.08.2007, S. 27 und 51

re verlängert und zur Vergleichbarkeit der Planung wurde die unternehmenseigene Budgetplanung von US-GAAP auf HGB überführt. Der Sachverständige hat die Überleitung der Gewinn- und Verlustrechnung in das Gesamtkostenverfahren nach HGB auf Plausibilität überprüft.

Zu den einzelnen Einwendungen bei der Bewertung der Plausibilität der Planungsrechnung

Die Antragstellerin zu 18 führt im Beschwerdeverfahren nur noch an, dass das Landgericht sich nicht mit der von ihr an den Ertragsplanungen geübten Kritik in den früheren Schriftsätzen vom 23.11.2007[32] und vom 08.06.2009[33] auseinander gesetzt habe und sieht hierin einen Verstoß gegen das rechtliche Gehör. Die pauschalen Einwendungen der Antragstellerin zu 18 geben zu einer abweichenden Beurteilung keinen Anlass. Das Landgericht hat sich nach Ergänzung des Sachverständigengutachtens mit dem Vorbringen der Antragstellerin zu 18 und deren weiteren Kritikpunkten im Einzelnen auseinandergesetzt. Ergänzend hierzu ist auszuführen:

Der Sachverständige hat bei der Überprüfung der Planungsphase richtigerweise nicht seine Auffassung anstelle der Prognoseentscheidung des Unternehmens gesetzt, sondern hat zutreffend eine sorgfältige Plausibilitätsprüfung der Planungen im Einzelnen vorgenommen. Hiergegen bestehen keine rechtlichen Bedenken. Die Planungsrechnungen der Gesellschaft sind im Spruchverfahren nämlich - wie oben ausgeführt - nur eingeschränkt nachprüfbar, denn sie sind das Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung der Gesellschaft verantwortlichen Personen. Vorhandene Planungsrechnungen sind deshalb auf ihre Plausibilität zu überprüfen. Fehlen Planungsrechnungen oder sind sie nicht plausibel, so sind sachgerechte Prognosen zu treffen oder Anpassungen vorzunehmen[34]. An diese Grundsätze der Beurteilung der Unternehmensbewertung hat sich der gerichtliche Sachverständige gehalten. Die Analyse des Sachverständigen der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung der Jahre 2003 bis 2005 ist nicht zu beanstanden.

---

[32] As. I 381 ff
[33] As. I 580 ff
[34] OLG Düsseldorf AG 2008, 498, 500; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 6. Aufl., Rn. 253 und 378 ff.; siehe IWD S 1 2000 und 2005 jeweils Tz. 5.4 Plausibilitätsbeurteilung der Planungen

Bei der Analyse der einzelnen Posten der Gewinn- und Verlustrechnung ist von Folgendem auszugehen:

(1) Umsatzerlöse/Gesamtleitung

Der Sachverständige hat die einzelnen Umsatzerlöse für die verschiedenen Segmente analysiert und ist zu dem nachvollziehbaren Ergebnis gelangt, dass die unternehmenseigene Planung des Umsatzes den unterdurchschnittlichen Wachstumserwartungen für die europäischen Absatzländer entsprechend Rechnung trägt. Vor dem Hintergrund der Umsatz- und Absatzentwicklungen 2002 sowie dem ersten Quartal 2003 erscheint - so weiter der Sachverständige[35] - die Planannahme einer nahezu konstanten Gesamtleistung als tendenziell eher zu optimistisch. Hiergegen erinnern die Verfahrensbeteiligten auch weiter nichts.

(2) Materialaufwand

Der Sachverständige hat hier den von A. für 2003 erwarteten Anstieg der Materialeinsatzquote gegenüber 2000 von knapp 1% mit dem verstärkten Fremdbezug von Drittleistungen in Zusammenhang mit dem Abbau der unternehmenseigenen Beschäftigtenzahl als plausibel angesehen. Dies gilt auch für den Preisanstieg von 1% für 2004 und 1,5% für 2005. Der Anstieg der Kostenquote in 2003 ist im Zusammenhang mit dem Absinken der Personalkostenquote infolge des vermehrten Fremdbezugs zu sehen. Die angenommenen Kostensteigerungen für die beiden folgenden Planjahre (2004 und 2005) liegen den nachvollziehbar begründeten Ausführungen des Sachverständigen zufolge innerhalb einer als plausibel anzusehenden Bandbreite und sind der Höhe nach ebenfalls nicht zu beanstanden. Die Kostenquote des Planungszeitraums erscheint auch - so weiter der Sachverständige - vor dem Hintergrund der Kostenquoten der Vergangenheit nicht unangemessen. Anhaltspunkte auf marktunübliche Verrechnungspreise konnten bei der Angemessenheitsprüfung nicht gefunden werden, wobei der Sachverständige auch aufgezeigt hat, dass in Anbetracht der fehlenden Segmentplanung eine detaillierte Analyse der Materialaufwendungen nicht vorgenommen werden konnte. An-

---

[35] Gutachten vom 22.08.2007, S. 33

derseits hat die Überprüfung von Verrechnungspreisen unter fremden Dritten ergeben, dass diese üblichen Konditionen entsprochen haben[36].

(3) Zum Personalaufwand der Gewinn- und Verlustrechnung

Der Sachverständige hat im Rahmen seiner Analyse der einzelnen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung[37] ausgeführt, dass der Personalaufwand im betrachteten Vergangenheitszeitraum kontinuierlich gesunken sei. Die Ursache liegt in dem auf Grund verschiedener durchgeführter Restrukturierungsmaßnahmen erfolgten Personalabbau. Der Sachverständige hat weiter ausgeführt, dass nach der Planung der Gesellschaft auch im Laufe des Jahres 2003 die Mitarbeiterzahl weiter sinken soll, wobei für die beiden Folgejahre die unternehmenseigene Planung wieder von einem Anstieg der Beschäftigtenzahl ausgeht und in 2005 ein weiteres Wachstum auf 913 Mitarbeiter erwartet wird. Zwar konnte der Sachverständige nicht exakt feststellen, wie in der Planungsrechnung die sich aus der Mitarbeiterreduktion ergebende Minderung des Personalaufwands explizit abgebildet worden ist. Es ist aber nach den Ausführungen des Sachverständigen davon auszugehen, dass der Aufwand für 2003 infolge der Reduzierung hierfür noch entsprechende Abfindungen beinhaltet. Zudem ergeben sich gegenläufige Effekte aus den geplanten Lohn- und Gehaltssteigerungen, die in der Planung mit zusammen 2,5% (2004) und 2,8% (2005) vorgesehen sind. Außerdem sind zusätzliche Aufwendungen gegeben, die gerade durch die Verminderung des Personalaufwands hervorgerufen wurden wie die Beschäftigung von Leiharbeitern und die Inanspruchnahme externer Beratung[38].

Auch zeigt die Entwicklung des Personalaufwands je Mitarbeiter im Zeitablauf, dass die unternehmereigene Planung ein Sinken des Aufwands je Mitarbeiter auf rund T€ 49 von ehemals T€ 51 vorsieht und damit der Personalaufwand zum Ende des Planzeitraums unterhalb des vergleichbaren Aufwands in der (bereinigten) Vergangenheit liegt. Der Sachverständige hat auf Grund dieser nachvollziehbaren Kennzahlen den geplanten Personalaufwand für plausibel gehalten. Auch die von A. angenommenen Steigerungsraten des Personalaufwands liegen den nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen zufolge in einer als plausibel anzusehenden Bandbreite und sind deshalb der

---

[36] Gutachten vom 22.08.2007, S. 35
[37] Gutachten vom 22.08.2007, dort Punkt II. 3.3- Personalaufwand, S. 30 ff.
[38] Gutachten vom 22.08.2007, S. 37 und Ergänzungsgutachten vom 27.04.2009, S. 6

Höhe nach nicht zu beanstanden. Die Feststellungen des Sachverständigen zur Position Personalaufwand sind schlüssig und nachvollziehbar.

(4) Abschreibungen[39]

Der Sachverständige hat die von der unternehmenseigenen Planung konstant angenommene Fortschreibung der Abschreibungsquote des Jahres 2003 von 2,6% für eher gering erachtet. Gegen diese Position haben die Antragsteller nichts weiter vorgebracht. Der Sachverständige hat auf eine Plananpassung mangels Unterlagen für eine sachgerechte Investitionsplanung verzichtet.

(5) Sonstige betriebliche Aufwendungen[40]

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind den Feststellungen des Sachverständigen zufolge in der Vergangenheit kontinuierlich gestiegen (Anstieg der Aufwandsquote von 14,1% auf 19,3%), obwohl ein Umsatzrückgang zu verzeichnen war. Der Anstieg der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in 2001 ist auf die höheren Kosten für externe Beratung und Leiharbeiter zurückzuführen, die im Zusammenhang mit dem Abbau der eigenen Mitarbeiter stehen. Für 2003 ist hingegen ein betragsmäßig leichter Rückgang der Aufwendungen festzustellen. Die angenommene Wachstumsrate in einer Bandbreite von 1% und 3,5% ist im Ergebnis nicht zu beanstanden. Insgesamt liegt die Kostenquote nach den nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen in einem angemessenen Rahmen.

(6) Sonstige betriebliche Erträge[41]

Hierbei handelt es sich im Wesentlichen an verbundene Unternehmen weiterbelastete Kosten sowie Kantinenerträge. Bezogen auf die Gesamtleistung betragen die sonstigen betrieblichen Erträge in 2001 und 2002 konstant 1,7%. Für das Geschäftsjahr 2005 werden die Erträge des Vorjahrs mit einer Steigerungsrate von 1% angenommen. Hiergegen werden seitens der Antragsteller keine Einwendungen vorgebracht. Der Sachverständige hält es für angemessen, die sonstigen betrieblichen Erträge auf das Niveau der

---

[39] Gutachten vom 22.08.2007, S. 39
[40] Gutachten vom 22.08.2007, S. 42
[41] Gutachten vom 22.08.2007, S. 42 ff.- dort Punkt II. 3.6

letzten beiden Vergangenheitsjahre (1,7%) anzuheben und in der Folge hiervon die sonstigen betrieblichen Erträge entsprechend auf T€ 3.051 (2003), 1.984 (2004) und 2.034 (2005)[42] - wie aus der nachstehenden Tabelle ersichtlich - anzupassen.

Plananpassung sonstige betriebliche Erträge

	P L A N		
	2003 T€	**2004 T€**	**2005 T€**
Gesamtleistung	**114.437**	**116.726**	**119.644**
Sonstige betriebliche Erträge gem. ALLWEILER	2.847	1.741	1.759
Bereinigung	-1.106	0	0
	1.741	1.741	1.759
Quote zur Gesamtleistung ALLWEILER	*1,5%*	*1,5%*	*1,5%*
Sonstige betriebliche Erträge gem.	1.945	1.984	2.034
Quote zur Gesamtleistung	*1,7%*	*1,7%*	*1,7%*
Anpassungsbetrag	**204**	**243**	**275**
Sonstige betriebliche Erträge neu	**3.051**	**1.984**	**2.034**

(7) Zinsergebnis[43]

Von den Antragstellern - hier insbesondere Antragsteller zu 3[44] - wurde die Marktüblichkeit der in der unternehmenseigenen Planung angesetzten Soll- und Habenzinsen angezweifelt. Der Sachverständige hat die angenommenen Zinssätze mit dem am Kapitalmarkt geltenden Zinsniveau verglichen und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass die angenommenen Zinssätze als marktüblich anzusehen sind. Das Zinsergebnis ist nach allem als angemessen einzustufen. Auch hiergegen bringen die Beschwerdeführer nichts Konkretes mit ihrer Beschwerde vor.

(8) Beteiligungsergebnisse

Hier weist die A. AG die Jahresergebnisse der H. (Tochterunternehmen) sowie der ausländischen Vertriebsgesellschaften aus. Der Sachverständige ist nach Überprüfung da-

[42] Tabelle 10 Gutachten vom 22.08.2007, S. 43
[43] Gutachten vom 22.08.2007, S. 43 ff.
[44] Antragsteller zu 3: Schriftsatz vom 27.11.2003, S. 10

von ausgegangen, dass das kumulierte Ergebnis der übrigen Vertriebsgesellschaften vor Ertragssteuern mit 8,3% bezogen auf die Betriebsleitung deutlich über dem Wert des letzten Ist-Jahres 2002 (6%) liegt. Das von der C.KG angenommene Beteiligungsergebnis ist nach den Ausführungen des Sachverständigen nicht unangemessen. Der Senat schließt sich nach Überprüfung den begründeten Ausführungen des Sachverständigen an.

Bei dem Tochterunternehmen H. hat der Sachverständige auf Grund des stetigen Umsatzanstiegs und im Vergleich zu den Ergebnismargen für A. (9%) und die übrigen Vertriebsgesellschaften (8,8%) eine entsprechende Anpassung vorgenommen. Soweit die Antragsgegnerin hiergegen Kritik geübt hat, weil der Sachverständige mit seinen Annahmen bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses gegen das Stichtagsprinzip verstoßen habe, wird auf die nachfolgenden Ausführungen (siehe unten 3. (1)) verwiesen.

Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre führt im Rahmen seines Beschwerdevorbringens ausdrücklich aus, dass sich seine früheren Einwendungen betreffend die Einschätzung des Ertragswerts der H. nach der vom Sachverständigen vorgenommenen Anpassung erledigt haben.

(9) Steuern vom Einkommen und Ertrag

Seitens der Antragsteller werden keine Einwendungen gegen die geplanten Unternehmenssteuern vorgebracht. Die Überprüfung der Höhe der angesetzten Steuersätze hat nach den Feststellungen des Sachverständigen zu keinen Beanstandungen geführt. Die Unternehmenssteuern sind - so der Sachverständige nach einer Analyse der steuerlichen Unterlagen der A. AG - angemessen und nicht zu beanstanden.

(10) Die Gewinn- und Verlustrechnung stellt sich nach Berücksichtigung der vom Sachverständigen zutreffend vorgenommenen Anpassungen zusammenfassend wie folgt dar[45]:

---

[45] Tabelle 11 Gutachten vom 22.08.2007, S. 52

	I S T (bereinigt)						P L A N (angepasst)					
	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Gesamtleistung	118.886	100,0	125.172 5,3%	100,0	114.777 -8,3%	100,0	114.437 -0,3%	100,0	116.726 2,0%	100,0	119.644 2,5%	100,0
Materialaufwand	-41.253	-34,7	-41.574	-33,2	-37.678	-32,8	-38.517	-33,7	-39.143	-33,5	-40.266	-33,7
Rohertrag	**77.633**	**65,3**	**83.598**	**66,8**	**77.099**	**67,2**	**75.920**	**66,3**	**77.583**	**66,5**	**79.378**	**66,3**
Personalaufwand	-49.048	-41,3	-47.290	-37,8	-43.705	-38,1	-42.868	-37,5	-43.719	-37,5	-44.950	-37,6
Abschreibungen	-4.520	-3,8	-4.007	-3,2	-3.242	-2,8	-2.932	-2,6	-3.015	-2,6	-3.159	-2,6
Sonstige betriebl. Aufw.	-16.732	-14,1	-19.690	-15,7	-22.203	-19,3	-21.815	-19,1	-22.042	-18,9	-22.519	-18,6
Sonstige betriebl. Erträge	1.590	1,3	2.091	1,7	1.952	1,7	3.051	2,7	1.984	1,7	2.034	1,7
EBIT	**8.924**	**7,5**	**14.701**	**11,7**	**9.902**	**8,6**	**11.356**	**9,9**	**10.791**	**9,2**	**10.784**	**9,0**
Beteiligungsergebnis	0	0,0	0	0,0	1.926	1,7	2.650	2,3	2.561	2,2	2.534	2,1
Zinsergebnis	-183	-0,2	388	0,3	464	0,4	366	0,3	-9	0,0	-39	0,0
Ergebnis vor Steuern	**8.741**	**7,4**	**15.089**	**12,1**	**12.291**	**10,7**	**14.372**	**12,6**	**13.343**	**11,4**	**13.279**	**11,1**
Ertragsteuern	-85	-0,1	-652	-0,5	-1.689	-1,5	-4.203	-3,7	-4.122	-3,5	-4.105	-3,4
Jahresüberschuss	**8.656**	**7,3**	**14.437**	**11,5**	**10.602**	**9,2**	**10.170**	**8,9**	**9.221**	**7,9**	**9.174**	**7,7**

3. Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses

Die Hauptaktionärin hat hier die Umsatzerlöse des letzten Planjahres 2005 mit einer Wachstumsrate von 1% fortgeschrieben. Die nachhaltigen Beteiligungsergebnisse der Vertriebsgesellschaften wurden analog zu den Umsatzerlösen durch Fortschreibung der für 2005 geplanten Ergebnisse mit einem Wachstum von 1% abgeleitet. Bei H. wurden die Ergebnisse erst ab 2013 als ausschüttungsfähig angesehen.

(1) EBITDA

Der Sachverständige ist der dargestellten Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses aus sachlich nachvollziehbaren Gründen nicht gefolgt, sondern hat eine EBITDA-Marge (Gewinn vor Abschreibungen, Zinsen und Steuern[46]) von 12,6% - abgeleitet aus dem bereinigten Durchschnitt der Jahre 2000 - 2002 - angenommen. Der Ansatz der Hauptaktionärin berücksichtigt nicht hinreichend, dass im Gesamtzeitraum im Mittel auch bessere Ergebnisquoten als von ihr angenommen erwartet werden bzw. in Vergangenheit bereits eingetreten sind. Diesem Umstand wurde von der Hauptaktionärin durch die bloße Fortschreibung der unternehmenseigenen Ergebnisquote des letzten Planjahrs nicht ausreichend Rechnung getragen. Analog zur Abschätzung der nachhaltigen Umsatzerlöse hält der Sachverständige den Ansatz der sich aus dem Mittelwert der Vergangenheit ergebenden EBITDA-Quote im nachhaltigen Zeitraum für angemessen. Diese Ein-

[46] Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 574

schätzung ist nicht zu beanstanden. Sie trägt dem Umstand Rechnung, dass die EBITDA-Marge des letzten Planjahres - wie vom Sachverständigen aufgezeigt - nachhaltig auch übertroffen werden kann. Dieser Mittelwert beträgt 12,6% und liegt damit 1,2% Punkte über dem von der Hauptaktionärin angesetzten Wert.

Die vom Sachverständigen angesetzte EBITDA-Marge stellt entgegen der Auffassung der Antragstellerin zu 18 den Maximalwert verschiedener Durchschnittswerte dar, wie sich unschwer aus der nachfolgend hierzu erstellten Tabelle[47] entnehmen lässt.

	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
EBITDA (lt. Prüfungsbericht)	9.641	8,1%	14.451	11,5%	11.683	10,2%	18.515	16,5%	12.231	10,3%	16.939	13,8%
	Mittelwert		**9,9%**						[redacted]			
EBITDA (lt. Prüfungsbericht/Originalplanung)	9.641	8,1%	14.451	11,5%	11.683	10,2%	14.084	12,3%	13.563	11,6%	13.668	11,4%
	Mittelwert		**9,9%**						**Mittelwert 11,8%**			
EBITDA (bereinigt/angepasste Planung)	13.444	11,3%	18.708	14,9%	13.144	11,5%	14.288	12,5%	13.806	11,8%	13.943	11,7%
	Mittelwert		**12,6%**						**Mittelwert 12,0%**			

Soweit die Antragsgegnerin in der Vorgehensweise des Sachverständigen einen Verstoß gegen das Stichtagsprinzip sieht, kann diesem Einwand nicht gefolgt werden. Der Sachverständige hat hierzu nachvollziehbar im Ergänzungsgutachten vom 27.04.2009 ausgeführt, dass die tatsächlichen EBITDA des Zeitraums 2003 bis 2005 als Indiz dafür verwendet wurden, dass die EBITDA-Marge des letzten Planjahres auch übertroffen werden kann. Damit wurden die tatsächlichen EBITDA des Zeitraums 2003 bis 2005 nicht unmittelbar berücksichtigt.

Die Schätzung des Sachverständigen ist im Übrigen nachvollziehbar und schlüssig dargestellt. Sie führt - wie ausgeführt - gerade nicht zu einer massiven Benachteiligung der Antragsteller, wie die Antragstellerin zu 18 ohne hinreichende Auseinandersetzung mit den Ausführungen des Sachverständigen mit Schriftsatz vom 23.11.2007 geltend gemacht hat.

(2) Der Sachverständige hat im Ergänzungsgutachten auch den Einwand der Antragstellerin zu 18 entkräftet, dass die Saldierung der übrigen Aufwendungen mit den Erträgen mit 17% der Jahresleistung vorgenommen worden sei. Der Sachverständige hat hierzu schlüssig ausgeführt, dass der bereinigte Saldo im Zeitraum 2000 bis 2002 suk-

---

[47] Tabelle - Gutachten vom 27.04.2009, S.5

zessive von 12,7% auf 17,6% angestiegen sei und hat hierzu auf die nachfolgende Tabelle[48] mit den gekennzeichneten Prozentangaben verwiesen.

	2000		2001		2002		2003		2004		2005	
	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%	T€	%
Saldo sbE/sbA (lt. Prüfungsbericht/Originalplanung)	-16.747	-14,1%	-17.456	-13,9%	-18.607	-16,2%	-18.968	-16,6%	-20.301	-17,4%	-20.760	-17,4%
Saldo sbE/sbA (berenigt/angepasste Planung)	-15.142	-12,7%	-17.600	-14,1%	-20.251	-17,6%	-18.764	-16,4%	-20.058	-17,2%	-20.485	-17,1%

Der Anstieg ist teilweise durch zusätzliche Aufwendungen, die durch die Verminderung des Personalbestands hervorgerufen worden sind (Leiharbeiter, externe Beratung) bedingt. Die alleinige Betrachtung des Saldos aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen ist danach nicht sachgerecht. Der Sachverständige ist weiter zu dem sachlich begründeten Ergebnis gelangt, dass die Analyse der Prüfungsberichte dazu geführt hat, dass sich die sonstigen betrieblichen Aufwendungen des Jahres 2002 im Wesentlichen aus solchen Bestandteilen zusammensetzt, die als nachhaltig anzusehen sind.

(3) Reinvestitionsrate

Die Antragsteller zu 17 und 18 haben bereits in erster Instanz angeführt, dass die nachhaltige Reinvestitionsrate in Relation zu dem angesetzten nachhaltigen Wachstum von 1% viel zu hoch sei.

Bei der Ermittlung des nachhaltigen Ergebnisses ist grundsätzlich statt der Abschreibungen das Reinvestitionsvolumen zu berücksichtigen, um der Substanzerhaltung des Unternehmens Rechnung zu tragen. Zu diesem Zweck ist eine Reinvestitonsrate zu ermitteln[49].

Die Reinvestitionsrate wurde vom Sachverständigen mit 4,5 Mio. €[50] angesetzt. Der Betrag wurde zutreffend unter der Maßgabe der Substanzerhaltung und nicht der Erweiterungsinvestitionen ermittelt. Hierbei hat der Sachverständige mit Hilfe unterschiedlicher

---

[48] Tabelle - Gutachten vom 27.04.2009, S. 6
[49] Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 322;
[50] Gutachten vom 22.08.2007, S. 59 ff.

Analysehandlungen die Angemessenheit der Reinvestitionsrate geprüft und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass die von C.KG gewählte Reinvestitionsrate innerhalb dieser Bandbreite liegt. Da es an einer unternehmenseigenen Investitionsplanung fehlt, musste auf alternative Analysehandlungen insbesondere auf der Grundlage von Vergangenheitswerten zurückgegriffen werden. Der Sachverständige hat hierzu die von A. vorgenommenen Abschreibungen bis 1996 analysiert, die zwischen 3,2 Mio. (2002) und € 5,4 Mio. (1996) lagen. Die Abschreibungen weisen danach eine deutlich fallende Tendenz auf, was im Einklang mit den im Übertragungsbericht genannten Investitionsbeschränkungen steht. Bei den Investitionen zeigt sich kein einheitliches Bild. Diese schwanken zwischen € 2,6 Mio. (2001) bis € 7,8 Mio. (1996). Im Durchschnitt lagen die Werte in 1996 bis 2002 bei € 5,6 Mio. Die tatsächlichen Investitionen in 2003 bis 2005 lagen in einer Bandbreite zwischen € 1,6 Mio. und € 2,6 Mio., wodurch die restriktiven Annahmen zur Investitionstätigkeit im Planungszeitraum sich tendenziell bestätigt haben. Hiervon kann - so weiter der Sachverständige - nicht für das nachhaltige Ergebnis ausgegangen werden, weil dies nur bei einer geänderten Unternehmensstrategie wie einer Auslagerung der Eigenproduktion auf fremde Drittunternehmen - wie tatsächlich nicht - angenommen werden könnte. Der in Ansatz gebrachte Wert von € 4,5 Mio. liegt vielmehr nach den vorgenommenen Analysen innerhalb der sich daraus ergebenden Bandbreite.

Im Ergänzungsgutachten vom 27.04.2009[51] hat der Sachverständige nochmals erläutert, dass auch die Höhe der Investitionen bzw. der Abschreibungen in dem beleuchteten Zeitraum von 1996 bis 2002 keinen geeigneten Indikator erkennen lasse, der dazu führen würde, die angenommene Investitionsrate herabzusetzen bzw. als überhöht anzusehen.

Die Antragstellerin zu 18 meint weiter[52], dass die mit € 4,5 Mio. angesetzte Reinvestitionsrate in Relation zu dem angesetzten nachhaltigen Wachstum von 1% viel zu hoch bemessen sei, was sich auch daran zeige, dass in den Jahren ab 1996 mit betragsmäßig ähnlichen Beträgen ein Wachstum von 6% erzielt worden sei. Auch dieser Einwand führt im vorliegenden Fall zu keiner Änderung der Höhe der Reinvestitionsrate. Der Sachverständige hat hierzu ergänzend ausgeführt[53], dass der Betrag von € 4,5 Mio. unter der Maßgabe der Substanzerhaltung ermittelt worden sei. Erweiterungsinvestitio-

---

[51] Gutachten vom 27.04.3009, S. 7
[52] Schriftsatz vom 07.01.2011, S. 3 = As. II 955 und Schriftsatz vom 23.11.2007, S. 2 = As. I 382
[53] Gutachten t vom 27.04.2009, S. 7

nen sind dagegen für die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses nicht zu berücksichtigen. Ökonomisch begründet sich dies nach den nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen in der Annahme, dass Erweiterungsinvestitionen nachhaltig die mit ihnen verbundenen Kapitalkosten erwirtschaften und somit einen Kapitalwert von Null haben. Der Werteffekt dieser Maßnahme ist damit ebenfalls null. Der Wachstumsabschlag bildet demnach ausschließlich die Fähigkeit des Unternehmens ab, Kosten- bzw. Preissteigerungen an dessen Kunden weiterzugeben (siehe hierzu Ausführungen unten zum Wachstumsabschlag unter 4. b) ff).

(4) Beteiligungsergebnis und (5) Zinsergebnis / Steuern

Insoweit wird auf die nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen im Gutachten vom 22.08.2007[54] Bezug genommen. Hiergegen bringen die Antragsteller mit ihren Beschwerden auch nichts weiter vor.

(6) Der Sachverständige hält mit in sich schlüssiger Begründung das von der Hauptaktionärin angenommene nachhaltige EBITDA vor dem Hintergrund der Vergangenheitsentwicklung und der Planannahmen für zu konservativ. Das Landgericht hat die Annahmen des Sachverständigen insoweit zu Recht nicht beanstandet.

Zusammenfassend stellt sich das nachhaltige Ergebnis, das hier der Barabfindungsermittlung zugrunde zu legen ist, unter Berücksichtigung der vorangegangenen Erwägungen und Abschätzungen in Übereinstimmung mit den Ausführungen des Sachverständigen wie folgt dar[55]:

---

[54] siehe Gutachten vom 22.08.2007, S. 61, 62
[55] Tabelle 14 - Gutachten vom 22.08.2007, S.64

	Plan 2005 T€	nachhaltig CVBKG T€	T€
Umsatzerlöse	119.644	120.840	120.840
EBITDA	**13.943**	**13.804**	**15.226**
in % der Umsatzerlöse	*11,7%*	*11,4%*	*12,6%*
Abschreibungen/Reinvestitionsrate	-3.159	-4.500	-4.500
Beteiligungsergebnis	2.534	2.878	3.257
Zinsergebnis	-39	-39	-39
Ergebnis vor Steuern	**13.279**	**12.143**	**13.944**
Ertragsteuern	-4.105	-3.567	-4.096
Jahresüberschuss	**9.174**	**8.576**	**9.848**

Um die in 2005 erreichte Eigenkapitalausstattung zu sichern, sind entsprechend Thesaurierungen in Höhe von 1% des zum Ende des Planungszeitraums erreichten Eigenkapitals[56] und zwar des Konzerneigenkapitals vorzunehmen, was seitens der C.KG nicht beachtet worden ist. Zur weiteren Begründung des Abzugs von T€ 239 vom Jahresüberschuss im nachhaltigen Ergebnis wird auf die Ausführungen zum Wachstumsabschlag verwiesen (unten Ziffer 4. b) ff (1)).

4. Kapitalisierungszins

Die den Antragstellern zukünftig zufließenden Erträge des betriebsnotwendigen Vermögens sind um den Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus einem risikolosen Basiszinssatz sowie einem Risikozuschlag zusammen. Außerdem ist in der der Detailplanung (Phase I) nachgelagerten Phase II ein Wachstumszuschlag zu berücksichtigen[57].

Der Senat erachtet mit dem Landgericht die von dem Sachverständigen unter Berücksichtigung des IWD S 1 2005 in seinem Gutachten vom 22.08.2007 und weiteren Gutachten vom 27.04.2009 angenommenen Kapitalisierungszinssätze für zutreffend.

---

[56] Großfeld, a.a.O., Rn. 975; Gutachten vom 22.08.2007, S. 76; siehe auch Ergänzungsgutachten vom 27.04.2009, S. 12

[57] Senat - Beschluss vom 21.01.2011 - 12 W 77/08; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274 (juris- Rn. 196ff.) und AG 2011, 560

a) Geltung und Anwendung von IDW S1 2005

Nicht zu beanstanden ist, dass im Gutachten nicht das CAPM, sondern die modifizierte Form des Tax-CAPM zur Anwendung gekommen ist.

aa) Die wesentlichen Neuerungen des IDW S1 2005 im Vergleich zu IDW alt (2000) betreffen die Annahme von Aktien als Alternativanlage, die Verwendung des Tax-CAPM und die Abkehr von der Vollausschüttungshypothese. Die Ableitung des Kapitalisierungszinses aus dem Tax-CAPM, einer Erweiterung des Standard-CAPM, ist im vorliegenden Fall entgegen der Auffassung der Beschwerde führenden Antragsteller nicht zu beanstanden. Eine Anwendung des IWD S1 2005 ist nicht - auch nicht aus von den Antragstellern teils angeführten rechtlichen Gesichtspunkten - ausgeschlossen. Insbesondere steht das Stichtagsprinzip der Anwendung des IWD S1 2005 unter Verwendung der Zinsstrukturkurvenmethode nicht entgegen. Es gilt nicht für die angewandte Bewertungsmethode. Das Gericht muss im Spruchverfahren weder eine Änderung der Expertenauffassung gegenüber dem Bewertungsstichtag berücksichtigen noch ist es umgekehrt daran gehindert, das Ergebnis der Anwendung einer älteren Expertenauffassung auch im Licht neuer Erkenntnisse zu überprüfen. Dies gilt auch für die in den Standards des IWD zusammengefassten Empfehlungen. Diese enthalten Grundlagen für das methodische Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswerts zur Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung. Der Senat ist hieran aber nicht gebunden.

Wirtschaftliche Prozesse unterliegen bekanntermaßen der dauernden Fortentwicklung und können deshalb zu besseren oder präziseren Bewertungsmethoden führen, die im Rahmen von Kontrollüberlegungen auch ergänzend herangezogen werden können, um einen in der Vergangenheit liegenden Vorgang methodisch und rechnerisch genauer zu bewerten und zu plausibilisieren. Hierbei wird der einzelne Rechenparameter lediglich durch eine neue Methode ermittelt, überprüft und unterlegt. Diesem Vorgehen steht auch nicht Art 170 EGBGB (analog) entgegen, weil es sich bei den in den IDW- Standard genannten Bewertungskriterien nicht um Rechtsnormen handelt[58].

---

[58] Senat - Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02 -, S. 23 und Senat - Beschluss vom 21. 01.2011 - 12 W 77/08; OLG Stuttgart AG 2011, 205 (juris- Rn. 172, 173 und 177)

Die Empfehlung des Tax-CAPM in IDW S1 2005 anstelle des in IDW S1 2000 empfohlenen Standard-CAPM beruht auf der Ablösung des steuerrechtlichen Anrechnungsverfahrens durch das seit 2001 geltende Halbeinkünfteverfahren. Dies belegt schon der Umstand, dass IDW S1 2005 die Empfehlung zur Anwendung des Tax-CAPM ausdrücklich auf den Zeitraum begrenzt, in dem das steuerrechtliche Halbeinkünfteverfahren bereits galt. Dies ist hier unstreitig der Fall, da der Bewertungsstichtag nach dem 01.01.2001 liegt[59].

Die Anwendung des TAX-CAPM als aktuelle Erkenntnisquelle ist bei Durchführung der Nachsteuerbetrachtung im Spruchverfahren zulässig und im vorliegenden Fall angezeigt.

bb) Die von den Antragstellern 11 und 18 und dem Vertreter der außenstehenden Aktionäre auch im Beschwerdeverfahren hiergegen erhobenen Einwände greifen nicht durch. Die Antragsteller und Beschwerdeführer führen aus, dass wegen des Bewertungsstichtags von IDW S 1 2000, der zu günstigeren Werten bei der Unternehmensbewertung führe, auszugehen sei. Dieser Überlegung vermag sich der Senat im vorliegenden Fall nicht anzuschließen.

Für Bewertungen, zu deren Stichtag - wie hier - das steuerrechtliche Halbeinkünfteverfahren galt, ist die Anwendung des Tax-CAPM im Rahmen einer Gesamtanwendung der Empfehlungen von IDW S 1 2005 nicht zu beanstanden. Der Senat befindet sich hier in Übereinstimmung mit dem Oberlandesgericht Stuttgart[60]. Ein Widerspruch zu andren Oberlandesgerichten kann nicht festgestellt werden[61]. Hervorzuheben ist weiter auch, dass das Tax-CAPM der unterschiedlichen Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen Rechnung zu tragen versucht.

Das Tax-CAPM unterscheidet sich vom CAPM im Wesentlichen nämlich durch die Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner[62]. Im Standard-CAPM hängt die Renditeforderung des Anlegers von der Ausprägung der drei Faktoren Zins, Marktri-

---

[59] OLG Stuttgart AG 2011, 420 (juris- Rn. 272)
[60] OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 298 ff)
[61] Siehe hierzu OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn 306, 307)
[62] Simon/Leverkus, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 126; Kruschwitz/Löffler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 41 ff.

sikoprämie und Betafaktor ab. Berücksichtigt sind zwar Unternehmenssteuern, während hier persönliche Steuern des Anteilseigners nicht in die Renditeforderung einfließen. Beim Übergang zum Tax-CAPM bleibt der lineare Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko grundsätzlich erhalten. Die Renditeforderung ändert sich jedoch insoweit, als die Effekte aus der persönlichen Besteuerung für die einzelnen Komponenten (Zinseinkünfte, Dividenden und Kurssteigerungen) der geforderten Rendite einbezogen werden[63]. Der Betafaktor bleibt gegenüber dem Standard-CAPM unverändert, das heißt die Berücksichtigung persönlicher Steuern schlägt nicht auf den Betafaktor durch. In die Renditeforderung nach persönlichen Steuern fließt als eine Komponente die Marktrisikoprämie ein[64].

Die Berücksichtigung der persönlichen Steuern der Anteilseigner im Rahmen einer so genannten Nachsteuerbetrachtung ist bereits seit der Empfehlung IDW S1 Stand 28.06.2000 anerkannt. Das Tax-CAPM mit der Nachsteuerbetrachtung stellt eine realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtenden Aktienrenditen dar, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet[65]. Die Nachsteuerbetrachtung hat durchaus Überzeugungskraft, weil sich der Unternehmenswert als Barwert der künftigen Überschüsse darstellt, die dem Unternehmenseigner in der Zukunft netto - also nach Abzug seiner persönlichen Steuern - zufließen[66].

cc) Hierbei wird nicht übersehen, dass die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes nach dem IDW S1 2005 zum maßgeblichen Bewertungsstichtag unter dem Unternehmenswert bei Anwendung des IDW 2000 liegt und damit zu einem tendenziell geringeren Unternehmenswert führt. Dieser Gesichtspunkt vermag aber nur dann eine Beurteilung des Kapitalisierungszinssatzes nach IDW alt (2000) zu rechtfertigen, wenn die Durchführung der Nachbesteuerung anhand des Tax-CAPM zu unangemessenen Ergebnissen führt. Das Ergebnis ist aber nicht schon deshalb unangemessen, weil die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes anhand des IDW S1 2005 zu einem niedrigeren Wert führt. Die Unternehmensbewertung muss sich nicht nach der Methode richten, welche zum höchsten Wert führt; erst Recht kann keine Kombination möglichst wertstei-

---

[63] Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 31; Großfeld, a.a.O., Rn. 925 ff.; OLG Stuttgart, NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 298 ff.)
[64] Dörschell/Franken/ Schulte, a.a.O., S. 32
[65] Kölner Komm.- Riegger, § 11 Anhang Rn, 31
[66] OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 299)

gernder Berechnungsmethoden verlangt werden[67]. Die Gesichtspunkte, die hier zur Anwendung des IDW S1 2005 führen, gründen auf der empfohlenen Nachsteuerbetrachtung gegenüber der zuvor praktizierten Vorsteuerbetrachtung. Das Tax-CAPM erschöpft sich damit nicht in einer gezielten Reduzierung der Unternehmenswerte zu Lasten der Minderheitsaktionäre. Außerdem ist die Bewertungsmethode anzuwenden, die zu einem angemessenen Unternehmenswert führt.

Der etwas geringere Wert liegt darin begründet, dass die persönlichen Steuern der Anteilseigner einerseits auf der Ebene der künftigen Zuflüsse und anderseits beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden und das Tax-CAPM hier darauf abhebt, dass Zinsen grundsätzlich voll steuerbar, Dividenden zwar steuerbar, aber im Halbeinkünfteverfahren auf der Ebene des Anteilseigners nur zu dem halben Steuersatz zu versteuern und Kursgewinne grundsätzlich nicht zu versteuern sind. Würde man stattdessen entsprechend IDW S1 2000 den typisierten vollen Einkommenssteuersatz von 35% von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag abziehen, würde entgegen der steuerrechtlichen Realität eine einheitliche Besteuerung unterstellt. Eine solche Vorgehensweise bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes überzeugt auch deshalb weniger, weil eine Differenzierung anhand des Tax-CAPM möglich ist[68].

Weiter ist in diesem Zusammenhang anzuführen, dass die persönlichen Ertragssteuern der Anteilseigner einerseits auf der Ebene der zukünftigen Zuflüsse und anderseits beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden. Wird hier bei der Besteuerung der Anteilseigner - wie bei Bewertungsstichtagen nach dem 01.01.2001 und vor Inkrafttreten der Abgeltungssteuer zum 01.01.2009 geboten - auf Seiten der Ausschüttungen nur der halbe typisierte Steuersatz von 35%, mithin 17,5% zugrunde gelegt, beim Kapitalisierungszinssatz hingegen gemäß IDW S1 2000 der volle Steuersatz in Ansatz gebracht, wirkt sich die Nachsteuerbetrachtung tendenziell erheblich zu Gunsten der Anteilseigner aus. Die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes nach dem Tax-CAPM mindert diesen Vorteil zu Lasten der Minderheitsaktionäre. Denn nach Tax-CAPM ist der Steuerabzug nur vom Basiszinssatz vorzunehmen, dem ein - Vorsteuersatz übersteigender - Nachsteuerrisikozuschlag hinzuaddiert wird, während nach dem IDW S1 2000 die typi-

---

[67] OLG Stuttgart ZIP 2010, 274 (juris- Rn. 216)
[68] OLG Stuttgart AG 2011, 420 (juris- Rn. 270)

sierte Ertragsteuer von der Summe des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags abzuziehen ist[69].

dd) Die Auffassung des Senats zur Anwendung des Tax-CAPM bei Bewertungsstichtagen, für die das Halbeinkünfteverfahren - wie hier - gilt, steht auch nicht in Widerspruch zur Entscheidung anderer Oberlandesgerichte. Das Oberlandesgericht Stuttgart hat bei Bewertungsstichtagen nach dem 01.01.2001 das Tax-CAPM als die realitätsnähere Abbildung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen angesehen. Soweit die Antragstellerin zu 18 auf die Entscheidung des Oberlandesgerichts München vom 02.04.2008[70] hinweist, kam es im dortigen Verfahren nicht entscheidend auf die Anwendbarkeit des Tax-CAPM an, da dem dortigen Gutachten für die Unternehmensbewertung die Grundform des CAPM zugrunde lag, dessen Anwendung das Oberlandesgericht München - in Abweichung von der Rechtsprechung anderer Gerichte - abgelehnt hat. Das Oberlandesgericht Frankfurt hat im Beschluss vom 17.06.2010[71] - 5 W 39/09 - nur die isolierte Anwendung des Tax-CAPM bei einer im Übrigen nach den Vorgaben des IDW S1 2000 durchgeführten Bewertung abgelehnt. Dies steht mit der vom Senat im vorliegenden Fall und auch vom Oberlandesgericht Stuttgart[72] vertretenen Auffassung überein. Soweit die Antragstellerin darüber hinaus noch auf die Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt vom 15.02.2010[73] - 5 W 52/09 - hinweist, betraf diese Entscheidung einen Bewertungsstichtag noch vor dem 01.01.2001, so dass das Halbeinkünfteverfahren dort keine Anwendung fand und sich somit die Frage nach der Anwendung von IDW S1 2005 und insbesondere der Anwendung des Tax-CAPM von vorneherein nicht stellte[74].

b) Gemessen hieran ist bei der Bestimmung der für den Kapitalisierungszinssatz maßgeblichen Faktoren (Basiszinssatz, Marktrisikoprämie, Betafaktor, Wachstumszuschlag) von den nachfolgenden Erwägungen auszugehen.

---

[69] OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 300)
[70] OLG München OLGR 2008, 446 (juris- Rn. 27)
[71] OLG Frankfurt AG 2011, 717 (juris- Rn. 41)
[72] OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 307)
[73] OLG Frankfurt AG 2010, 798 (juris- Rn. 47)
[74] OLG Frankfurt AG 2010, 798 (juris- Rn.43 und 47)

aa) Basiszinssatz

Der Basiszins ist entsprechend der Unternehmensbewertung durch den Sachverständigen mit 5% vor Steuern bzw. 3,25% nach Steuern anzunehmen.

Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre vertritt demgegenüber weiterhin die Auffassung, dass im konkreten Fall der Unternehmensbewertung von einem Basiszinssatz von höchstens 4,5% auszugehen sei.

Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere aus landesüblichen Zinssätzen für (quasi)risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet[75]. Durch die Abzinsung der künftigen Erträge auf den Stichtag soll nämlich der Betrag ermittelt werden, dessen Erträge bei einer realistischen Verzinsung den zu erwartenden Unternehmenserträgen entsprechen. Für den Basiszinssatz kommt es deshalb auf die aus der Sicht des Stichtags auf Dauer zu erzielende Rendite öffentlicher Anleihen und nicht auf die aktuelle Rendite an[76]. Für den Basiszinssatz sind somit nicht die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Zinssätze maßgeblich, sondern die aus Sicht des Bewertungsstichtags auf Dauer zu erzielende Verzinsung[77].

Die vom Sachverständigen vorgenommene und mit dem Ergänzungsgutachten vom 27.04.2009 nochmals korrigierte Zinsprognose ist nicht zu beanstanden. Der Basiszinssatz wurde entsprechend den Vorgaben von IDW S1 2005 nach den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturkurven ermittelt. Da die geschätzten langfristigen Zinsentwicklungen jeweils in kurzen Abständen auch stark schwanken können, stellen die Empfehlungen des IDW auf die Ermittlung von Mittelwerten für die einzelnen Schätzparameter über einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag ab[78]. Ob hier nach der zeitlich späteren Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 19.07.2010 auch in Betracht zu ziehen ist, auf den für den Börsenkurs maßgeblichen Zeitraum drei Monate vor Bekanntmachung der Maßnahme abzustellen, kann dahin ge-

---

[75] BGH NJW 1982, 575; OLG Stuttgart AG 2007, 128; Großfeld, a.a.O., Rn. 574
[76] OLG Düsseldorf I 26 W 8/06 (Rn. 36)
[77] Großfeld, a.a.O., Rn. 583
[78] Großfeld, a.a.O., Rn. 592; Gutachten vom 22.08.2007, S. 68

stellt bleiben[79]. Der Sachverständige hat sich konsequent an die Empfehlungen des IDW 2005 gehalten, die insoweit noch keine Korrektur erfahren haben. Keiner der Verfahrensbeteiligten hat zudem den Zeitraum, der der Schätzung konkret zugrunde gelegt worden ist, angegriffen.

Bei der Ergänzung des Gutachtens wurde den zwischenzeitlichen Entwicklungen und Erfahrungen aus der Bewertungspraxis Rechnung getragen, die insbesondere die Schätzung der Zerobond-Zinssätze für die Jahre 30 ff. betrafen, wonach die Schätzwerte für die Zinssätze der Jahre 30 ff. nunmehr unverändert dem Zerobond-Zinssatz des Jahres 30 entsprechen, was dazu führt, dass zu Gunsten der Anteilseigner von einer weiteren Verminderung des Basiszinssatzes von 5,25% auf 5,00% auszugehen ist[80].

Zu berücksichtigen ist ferner, dass die Gerichte keineswegs einheitlich zu einem bestimmten Basiszinssatz kommen, der als Referenz für zukünftige Entscheidungen herangezogen werden könnte. Vielmehr führen unterschiedliche Stichtage, verschiedene methodische Ansätze in der Wirtschaftswissenschaft und der Bewertungspraxis sowie die Entwicklung der Wissenschaft und Bewertungspraxis im Zeitablauf dazu, dass von einem nach einheitlichen Grundsätzen abzuleitenden Basiszinssatz nicht die Rede sein kann. Das ist unvermeidliche Folge des Umstands, dass einerseits der Gesetzgeber auf nähere Vorgaben zur Bestimmung des Unternehmenswerts im Rahmen von Spruchverfahren verzichtet hat und andererseits in der Wirtschaftswissenschaft ein allgemeiner Konsens über die Ermittlung des Basiszinssatzes bisher nicht zustande gekommen ist[81].

Der mit 5,00% angenommene Basiszinssatz ist nach alledem im vorliegenden Fall nicht zu beanstanden.

bb) Marktrisikoprämie

Der Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, da bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unter-

---

[79] Siehe Großfeld, a.a.O., Rn. 592 unter Hinweis LG Frankfurt NZG 2006, 868,871
[80] Gutachten vom 27.04.2009 S. 16
[81] Senat - Beschluss vom 21.01.2012 - 12 W 69/08

nehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind. Die Marktrisikoprämie ist im Wege der Schätzung mit 5,5% nach Steuern anzusetzen (§ 287 Abs. 2 ZPO). Der Senat folgt dem Sachverständigen bei der Bewertung der Marktrisikoprämie darin, dass jeder Einzelfall einer gesonderten Beurteilung bedarf und damit aus einem anderen Verfahren keine Rückschlüsse gezogen werden können.

Der Antragsteller zu 11 vertritt die Auffassung, dass von einer Risikoprämie im Bereich von 2,0% bis maximal 3,0% nach Steuern auszugehen sei. Die Antragstellerin zu 18 führt unter anderem aus, es sei schlicht falsch, die Unternehmenserträge der Zukunft mit Marktrisikoprämien von gestern zum Bewertungsstichtag umzusetzen. Die Antragstellerin zu 11 macht geltend, ein Basiszins von 5,0% bzw. von 3,25% nach Steuern und eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5% als sachgerecht zu erachten, sei nicht plausibel. Denn 2,0% Risikoprämie seien bei rund 3,25% sicherem Zins nach Steuern bereits ein Zuschlag von 60%, was am oberen Rand des Plausiblen liege. Es sei deshalb von einer Risikoprämie im Bereich von 2,0% bis maximal 3,0% nach Steuern auszugehen[82].

Die Einwände der Antragsteller und des Vertreters der außenstehenden Aktionäre führen - wie auszuführen sein wird - zu keiner Abänderung der vom Sachverständigen unter Berücksichtigung des Tax-CAPM nach Steuern mit 5,5% angenommenen Marktrisikoprämie.

(1) Eine empirisch genaue Festlegung der Marktrisikoprämie ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaft nicht möglich[83]. Für die Marktrisikoprämie gilt - wie für alle anderen Berechnungsfaktoren, die in die objektive Unternehmensbewertung einbezogen werden -, dass ein eindeutiges und von einem allgemeinen wirtschaftswissenschaftlichen Konsens getragenes Ergebnis nicht gefunden werden kann, weil eine ganze Reihe verschiedener Methoden existieren, die je nach Abgrenzungszeitraum, Ermittlungsmethode, Vor- oder Nachsteuerbetrachtung und Methoden der Durchschnittsbildung (arithmetisches oder geometrisches Mittel) zu unterschiedlichen Ergebnissen führen[84]. Da die Kombination der Berechnungsmodelle verschiedener Sachverständige die Gefahr inkonsistenter Ergebnisse erhöhen würde, wird es in der Regel zur Schaffung

---

[82] Schriftsatz vom 30.06.2010 S. 4 = As. II 848
[83] Großfeld, a.a.O., Rn. 730; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274 (juris- Rn. 222 ff.)
[84] Gutachten vom 27.04.2009, S. 19

einer geeigneten Schätzungsgrundlage notwendig sein, nicht die Modelle verschiedener Sachverständiger zu kombinieren, sondern dem vertretbaren Ansatz eines Sachverständigen zu folgen[85]. Der Senat hält die vom Sachverständigen angewendete Methode der arithmetischen Mittelung der erhobenen Daten unter Berücksichtigung eines Abschlags zur Annäherung an das geometrische Mittel[86] für eine unter mehreren zulässigen Schätzmethoden vertretbare Methode. Wie auszuführen sein wird, bedarf es im vorliegenden Fall allerdings keiner (abschließenden) Entscheidung der Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die langfristige Überrendite von Aktien besser wiedergibt. Denn nach dem Ergebnis der verwertbaren Studien (siehe unten) und der Bewertungspraxis scheint es angemessen, die Marktrisikoprämie nach Steuern an der Mitte der Bandbreite von 5,0% und 6,0% nach Steuern auszurichten[87].

(2) Für Bewertungen, zu deren Stichtag - wie hier - das steuerrechtliche Halbeinkünfteverfahren galt, ist die Anwendung des Tax-CAPM und der hier anzusetzenden Nachsteuermarktrisikoprämie nicht zu beanstanden. Zur Vermeidung von Wiederholungen wird zur Frage der Anwendung des Tax-CAPM auf die obigen Ausführungen verwiesen. Dabei liegt der Nachsteuerwert über dem entsprechenden Vorsteuerwert. Das IDW empfahl für die Vorsteuermarktrisikoprämie einen Wert zwischen 4,0% und 5,0% und für die Nachsteuermarktrisikoprämien einen Wert zwischen 5,0% und 6,0%[88].

(3) Die zur Ermittlung der Marktrisikoprämie durchgeführten Studien ergeben ein vielfältiges Bild[89], wie der nachstehenden Tabelle des Sachverständigengutachtens vom 27.04.2009[90] zu entnehmen ist.

---

[85] Senat - Beschluss vom 06.02.2012 - 12 W 69/08 - S. 33
[86] Gutachten 27.04.2009, S. 22
[87] so insbesondere auch OLG Stuttgart AG 2011, 560 (juris- Rn. 197)
[88] Gutachten vom 22.08.2007, S. 69 und 70
[89] Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222
[90] Gutachten t vom 27.04.2009, S. 18: dortige Tabelle

Autor	Steuern	Methode	Zeitraum	Marktrisikoprämie
Stehle (1999)	nein	arithmetisch	1948-1998	10,9%
Dimson/Marsh/Staunton (2006)	nein	arithmetisch	1900-2005	8,4%
Schredelseker	nein	geometrisch	1954-1988	8,2%
Bimberg	nein	arithmetisch	1954-1992	7,3%
Conen / Väth	nein	arithmetisch	1876-1992	6,8%
Uhlir / Steiner	nein	geometrisch	1953-1988	6,5%
Finanztest	nein	arithmetisch	1967-1996	5,9%
Commerzbank	nein	geometrisch	1955-1988	5,7%
DG Bank	nein	geometrisch	1948-1998	5,7%
Stehle (2004)	nein	arithmetisch	1955-2003	5,5%
Morawietz	nein	arithmetisch	1870-1992	5,33%
Dimson/Marsh/Staunton (2006)	nein	geometrisch	1900-2005	5,28%
Dresdner Bank	nein	arithmetisch	1972-1997	5,2%
BZW Deutschland	nein	arithmetisch	1951-1996	4,8%
Wieners	nein	geometrisch	1956-1990	3,8%
Eube	nein	arithmetisch	1876-1914	3,5%
DB Research	nein	geometrisch	1980-1996	3,2%
Global Financial Data	nein	geometrisch	1926-1995	2,3%
Feri Trust	nein	geometrisch	1970-1997	2,0%
GEWOS	nein	arithmetisch	1970-1995	1,6%
Wiek	nein	arithmetisch	1967-1992	-0,1%
Rüppel	nein	geometrisch	1967-1992	-0,5%
Häuser	nein	geometrisch	1964-1983	-0,6%
Hidding	nein	geometrisch	1967-1992	-1,9%
Förterer	nein	geometrisch	1970-1995	-2,1%
Stehle (1999)	56%	arithmetisch	1948-1998	14,0%
Bimberg	50%	arithmetisch	1954-1996	8,7%
Stehle (1999)	56%	arithmetisch	1967-1998	8,3%
Stehle (1999)	36%	arithmetisch	1967-1998	7,7%
Conen / Väth	50%	arithmetisch	1876-1992	7,3%
Stehle (2004)	35%	arithmetisch	1955-2003	6,6%
Morawietz	*	arithmetisch	1870-1992	6,1%
Feri Trust	55%	arithmetisch	1970-1997	3,9%
Dresdner Bank	45%	geometrisch	1972-1997	3,0%
Median				**5,4%**
Mittelwert				**5,0%**

*dynamische Grenzsteuerbelastastung

Dabei ist neben der Studie von Stehle (2004)[91], welche erstmals eine Nachsteuerrisikoprämie unter Berücksichtigung eines Steuersatzes von 35% ermittelt, die Studie von Dimson u. a. anzuführen, da hier über einen sehr langen Zeithorizont von 105 Jahren eine Marktrisikoprämie für den deutschen Markt ermittelt wird. Dimson u. a. kommen für Deutschland zu einer Risikoprämie vor Steuern von 5,28% (geometrisches Mittel) bzw. 8,35% (arithmetisches Mittel). Die vom Antragsteller zu 9 angeführte Bandbreite von

[91] Stehle Wpg 2004, 906 ff.

3,0% bis 3,5% betrifft einen Welt-Index und dies bei Anwendung des geometrischen Mittels; der arithmetische Mittelwert liegt auch für den Welt-Index bei 4,5% bis 5,0%[92].

Weiter ist zu beachten, dass hinsichtlich der Studien mit Nachsteuerbetrachtungen die zu berücksichtigende Einkommenssteuerbelastung in der Regel bei 50% lag, während die für die Unternehmensbewertung zu berücksichtigende typisierte Einkommenssteuerbelastung 35% beträgt. Aktien- und Rentenrenditen, die eine typisierte Einkommenssteuerbelastung von 35% berücksichtigen, wurden für den deutschen Markt erstmals von Stehle im Jahr 2004 für den Zeitraum 1955 - 2003 veröffentlicht[93].

(4) Die Betrachtung der Nachsteuerwerte der auf den CDAX bezogenen Untersuchung von Stehle aus dem Jahr 2004 ergibt Werte zwischen 3,83% (geometrisches Mittel) und 6,66% (arithmetisches Mittel). Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW hat auf der Grundlage dieser Ergebnisse als Marktrisikoprämie vor persönlichen Steuern eine solche zwischen 4,0% und 5,0% und als Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern eine Bandbreite von 5,0% bis 6,0% empfohlen. Der Senat orientiert sich an der Mitte der Bandbreite und schätzt ausgehend hiervon die Marktrisikoprämie nach Steuern auf 5,5% (§ 287 Abs. 2 ZPO). Dies entspricht den Annahmen in der Bewertungspraxis[94] und auch der Schätzung des Sachverständigen im vorliegenden Fall.

(5) Soweit die Antragstellerin zu 18[95] auf zwei weitere Untersuchungen im Handelsblatt vom 18.01.2010 und in der Welt vom 03.02.2010 verweist, führt dies zu keiner Abänderung der Schätzung der Angemessenheit der hier in Ansatz zu bringenden Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern.

Hierbei handelt es sich um weitere Meinungen zu der Vielzahl der oben bereits genannten Studien zu den Renditen von Aktien und Rentenpapieren. Anlass für eine andere Bemessung der Marktrisikoprämie ergibt sich hieraus nicht. Insbesondere ist in diesem Zusammenhang anzuführen, dass Stehle im Spruchverfahren 20 W 11/08 vor dem Oberlandesgericht Stuttgart nochmals mit der hier von der Antragsgegenerin vorgeleg-

---

[92] Gutachten vom 27.04.2009, S. 19
[93] Gutachten vom 27.04.2009, S. 19
[94] OLG Stuttgart ZIP 2010, 274 (juris- Rn. 232); Simon/Leverkus, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 128
[95] Schriftsatz vom 07.01.2011 S. 6 = As. II 961 und II 973 , 975 ff.

ten, schriftlichen Stellungnahme von 15.04.2011[96] ausgeführt hat, dass die Risikoprämie auf Basis des CDAX oder des DAX vor Einkommensteuer mit 6,02% (arithmetisches Mittel) und 2,76% (geometrisches Mittel) anzugeben ist. Die aktuellste Schätzung des arithmetischen Mittels von Stehle, also der Risikoprämie für Unternehmensbewertungen, findet sich in dem im Auftrag der Bundesnetzagentur erstellten „Breitbandgutachten" und beträgt 5,98%.

Die verschiedenen Studien und Untersuchungen zeigen zudem auf, dass auch ein im Spruchverfahren bestellter Sachverständiger nicht in der Lage sein würde, diejenigen Fragen abschließend und zweifelsfrei zu klären, die seit Jahren Gegenstand einer bislang nicht abgeschlossenen intensiven Auseinandersetzung innerhalb der Wirtschaftswissenschaft sind. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion nicht abgeschlossen ist, kann die Marktrisikoprämie nur durch eine stets mit Zweifeln behaftete Schätzung ermittelt, ihre Höhe aber nicht abschließend bestimmt werden[97].

(6) Die Einwendungen der Antragsteller zu 11 und 18, dass sich schon bei einer Risikoprämie von 2,0% bei einem sicheren Zins von 3,25% nach Steuern ein „Zuschlag" von über 60% ergebe, trifft so nicht zu. Hierbei wird das höhere Risiko der Anlage in Aktien nicht gewürdigt, das durch Insolvenz des Unternehmens, Ausfälle von Dividenden oder Kursverluste und die hierdurch faktisch bedingte eingeschränkte Desinvestitionsmöglichkeit gegeben ist. Denn naturgemäß erzielen Aktien in Finanz- und Wirtschaftskrisen schlechtere Renditen als (quasi-)risikofreie Staatsanleihen. Die Entwicklung der Aktienrenditen in Krisenzeiten - etwa Asienkrise Ende der 1990er Jahre, Börsencrash von 1987 oder Ölkrise in den 1970er Jahren - sind in langfristig angelegten empirischen Untersuchungen zur Marktrisikoprämie bereits berücksichtigt, so etwa in der Untersuchung der Aktienrenditen von 1955 bis 2003 durch Stehle[98]. Die Argumentation der Antragsteller, bei einer Aktienrendite, die gut das Doppelte der Rendite von Staatsanleihen beträgt, würde niemand mehr in Staatsanleihen investieren, berücksichtigt damit das höhere Risiko der Aktienanlage nicht hinreichend[99].

---

[96] Anlage AG 17: Schreiben Prof. Stehle vom 15.04.2011 im Verfahren 20 W 11/08 - OLG Stuttgart AG 2011, 560
[97] OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 383) m. w. N.; Senat Beschluss vom 06.02.2012 - 12 W 69/08
[98] Wpg 2004, 906
[99] OLG Stuttgart ZIP 2010, 274 (juris- Rn. 225)

(7) Die vom Senat geschätzte Marktrisikoprämie nach Steuern orientiert sich - wie ausgeführt - am Mittelwert der Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaft und wurde vom Sachverständigen zu Recht der Unternehmensbewertung im vorliegenden Fall zugrunde gelegt. Anzumerken ist an dieser Stelle - wie schon in der Entscheidung des Senats vom 06.02.2012[100] - deshalb nochmals, dass das aktienrechtliche Spruchverfahren nicht dazu dient, die Entwicklung der Wirtschaftswissenschaft zu fördern. Es soll vielmehr in erster Linie die von einem Gerichtssachverständigen zu vermittelnden Ergebnisse der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung heranziehen, um zu einer für die Zwecke des Spruchverfahrens brauchbaren Schätzung des Unternehmenswerts zu kommen. Dieser Aufgabenstellung genügen das im Spruchverfahren erstellte Gutachten vom 22.08.2007 und das Ergänzungsgutachten in vollem Umfang.

cc) Betafaktor

Den Betafaktor von 0,89 (verschuldet) auf Grund von Vergleichsgruppen hat das Landgericht zu Recht nicht beanstandet.

Der Antragsteller zu 11 führt aus, dass dem anhand von P. Group Daten geschätzten Betafaktor nicht gefolgt werden könne, da ein weit niedrigerer unternehmensindividueller Betafaktor für die A.-Aktie nachgewiesen werden könne. Das systematische Risiko gemäß dem CAPM-Ansatz liege auf Grund der mehrheitlichen Beherrschung durch die Antragsgegnerin tatsächlich nahe null.

Während die Marktrisikoprämie die dem höheren Risiko einer Investition in ein Unternehmen allgemein Rechnung tragende Überrendite von Aktien gegenüber Renten abbildet, dient der Betafaktor im Rahmen der Bemessung des Risikozuschlags der Berücksichtigung des individuellen Risikos des zu bewertenden Unternehmens[101]. Dabei lässt sich der Betafaktor bei börsennotierten Unternehmen durch einen Vergleich der Kursschwankungen der Aktie des Unternehmens im Vergleich mit den Schwankungen des relevanten Marktindexes ermitteln. Schwankt der Aktienkurs im Gleichklang mit dem Marktindex ist das Beta gleich eins. Bei einem Beta unter eins ist das Investitionsrisiko

---

[100] Senat Beschluss vom 06.02.2012 - 12 W 69/08
[101] Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11Rn. 129

marktunterdurchschnittlich und umgekehrt bei einem Beta über eins marktüberdurchschnittlich[102].

Der Sachverständige hat die Ableitung des Betafaktors auf Basis einer Vergleichsgruppenanalyse vorgenommen. Dieses Vorgehen ist im vorliegenden Fall sachgerecht und nicht zu beanstanden.

(1) Die vom Sachverständigen hierbei herangezogenen internationalen P.-Group-Unternehmen sind von diesem in einer Tabelle[103] mit ihrem jeweiligen Tätigkeitsfeld aufgelistet worden. Eine internationale Vergleichsgruppe wurde deshalb gewählt, um eine möglichst breite und damit aussagekräftige Vergleichsbasis zu haben. Hiergegen wird seitens der Antragsteller weiter nichts eingewendet.

(2) Der Sachverständige hat im Ergänzungsgutachten nochmals vertieft dargelegt, warum im vorliegenden Fall der Vergleichsgruppenanalyse der Vorzug gegeben worden ist. Sofern ein funktionierender Kapitalmarkt existiert und die festgestellten Börsendaten und Handelsvolumina somit die Risikoschätzung des Kapitalmarktes bezüglich der betreffenden Aktie adäquat widerspiegeln, kann auf deren Betafaktor zurückgegriffen werden. Sofern es jedoch Anhaltspunkte dafür gibt, dass für die zu bewertende Aktie kein funktionierender Markt existiert, ist das Abstellen auf eine P.-Group das deutlich geeignetere Verfahren, um zu einem realistischen Betafaktor und damit einem Risikozuschlag für das betreffende Bewertungsobjekt zu gelangen. Das sehr geringe Bestimmtheitsmaß der A.-Aktie und der sehr geringe Handel mit Aktien sind hinreichende Anzeichen dafür, dass für die A.-Aktie kein funktionierender Markt mehr existierte.

Es ist deshalb in einem solchen Fall sachgerecht, die zuverlässigeren Daten zu den Betafaktoren der P.-Group-Unternehmen zu verwenden und von diesen auf einen realistischen Betafaktor des Bewertungsobjekts zurückzuschließen. Auch ist die Annahme, dass alle Unternehmen, bei denen ein Squezze-out stattfindet, keinen Risikozuschlag aufweisen, nicht nachvollziehbar. Diese Annahme widerspricht schon der Erkenntnis, dass unternehmerisches Handeln stets mit einem höheren Risiko verbunden ist. Insbesondere ist aber anzumerken, dass bei einem geringeren Handel Renditedaten verwen-

---

[102] Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11Rn. 129; Großfeld, a.a.O., Rn. 739
[103] Gutachten vom 27.04.2009, S. 26

det werden, denen gerade auf Grund des geringen Handelsvolumens keine Aussagekraft beigemessen werden kann[104].

(2) Die von der C.KG verwendeten Betafaktoren sind den nachvollziehbar begründeten Ausführungen des Sachverständigen zufolge nicht sachgerecht ermittelt worden. Die C.KG hält seit 20.03.1998 eine Mehrheitsbeteiligung an A.. Ein Abstellen der Betaermittlung auf einen so weit in der Vergangenheit liegenden Zeitraum - hier auf die Verhältnisse vor der Übernahme der Mehrheit der Aktien - ist nicht mehr angemessen, so dass es auch unter Berücksichtigung dieses Gesichtspunkts bei der vom Sachverständigen erfolgten Ermittlung des Betafaktors zu verbleiben hat.

(3) Nach der Analyse der Kapitalmarktdaten ergibt sich ein Betafaktor (unlevered) für die Vergleichsgruppen in Höhe von 0,81. Dieser Betafaktor ist in einem zweiten Schritt an die geplante Kapitalstruktur - das heißt das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital - der A. anzupassen (sog. „relevering")[105]. Dabei wurde vom Sachverständigen die Pensionsrückstellungen als Fremdkapital in die Wertableitung mit einbezogen. Damit ergab sich unter Berücksichtigung der periodenspezifischen Kapitalstrukturen der A. ein Betafaktor von 0,89. A. weist danach ein leicht unterdurchschnittliches Risiko im Vergleich zur Entwicklung des Marktes auf[106]. Die Bewertung des Sachverständigen ist vom Landgericht zu Recht nicht beanstandet worden.

dd) Ermittlung des Risikozuschlags

Der Risikozuschlag ist aus der Marktrisikoprämie nach Steuern und dem Betafaktor (Multiplikation) zu ermitteln und beträgt 4,89% (2003), 4,91% (2004), 4,93% (2005) sowie nachhaltig 4,91%[107].

ee) Typisierte persönliche Einkommenssteuer

In der Betriebswirtschaftslehre hat sich die Auffassung durchgesetzt, dass der Wert eines Unternehmens durch die Nettoeinnahmen determiniert ist, die in den Verfügungsbe-

---

[104] Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rn. 130; Gutachten vom 27.04.2009 S. 28
[105] Großfeld, a.a.O., Rn. 746; Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11Rn. 131
[106] Gutachten vom 22.08.2007 S. 73
[107] siehe Tabelle 15 = As. I 689 - Ergänzung zum Gutachten vom 22.08. 2007; ebenso unten unter gg)

reich der Anteilseigner gelangen. Damit sind für den Unternehmenswert auch die persönlichen Steuern der Anteilseigner relevant, da der Zufluss von Ausschüttungen aus dem Unternehmen mit dem Zahlungsabfluss in Form der persönlichen Steuern der Anteilseigner verbunden ist. Bei der Bewertung von Kapitalgesellschaften ist das Halbeinkünfteverfahren zu berücksichtigen und - wie oben dargestellt - eine typisierte persönliche Steuer von 17,5% (Hälfte der typisierten Steuerbelastung von 35%) in Ansatz zu bringen, nachdem beim Halbeinkünfteverfahren die Gewinnausschüttungen von Kapitalgesellschaften zur Hälfte (schon) der Ertragssteuer des Unternehmenseigentümers unterworfen ist[108]. Der Kapitalisierungszinssatz ist unter Berücksichtigung der unterschiedlichen Besteuerung von Ausschüttungen ebenfalls um die die persönliche Einkommenssteuer zu kürzen, die im Durchschnitt auf die Renditen solcher Anlagen entfallen. Die Rendite des Aktienportfolio nach Steuern lässt sich mit dem Tax-CAPM trennen in einen risikolosen Basiszins und eine Risikoprämie jeweils nach Steuern. Dies hat zur Folge, dass nur noch der Basiszinssatz um die typisierte Steuer zu reduzieren ist. Die Risikoprämie wird entsprechend dem Tax-CAPM bereits als Größe nach persönlichen Steuern ermittelt. Zur Vermeidung einer doppelten Berücksichtigung ist daher eine Kürzung der Risikoprämie nicht mehr erforderlich[109]. So ist auch der Sachverständige bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vorgegangen (siehe Tabelle unten gg)).

ff) Wachstumsabschlag

(1) Der in der Phase der ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag von 1% ist nicht zu beanstanden.

Die Antragstellerin zu 18 kritisiert - wie schon in erster Instanz - den nur mit 1% angenommenen Wachstumsabschlag. Die deutschen Unternehmen seien auf lange Sicht in etwa parallel zum realen Wachsen der Gesamtwirtschaft gewachsen, also mit einer Steigerungsrate, die mehr als nur den bloßen Ausgleich der Geldentwertung beinhalte[110].

Der Wachstumsabschlag - auch als Inflationsabschlag oder Geldentwertungsabschlag bezeichnet - berücksichtigt bei der Unternehmensbewertung das im langfristigen Durch-

---

[108] Simon/Leverkus, a.a.O., ANH: § 11 Rn: 138, 144
[109] Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rn. 150; Gutachten vom 22.08.2007, S. 74
[110] Schriftsatz vom 07.01.2011, S. 8 ff. = As. II 965 ff.

schnitt erwartete Gewinnwachstum. Wenn damit zu rechnen ist, dass ein Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben oder aus anderen Gründen ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen, so ist vom Kapitalisierungszins nach Steuern ein Wachstumsabschlag vorzunehmen. Die Höhe des Wachstumsabschlags bringt zum Ausdruck, welches Wachstum für das betrachtete Unternehmen zu erwarten ist. Dies bedeutet nicht, dass der Wachstumsabschlag notwendig der erwarteten Inflationsrate entsprechen muss. Er richtet sich vielmehr danach, inwieweit das Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen, Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite (z. Bsp. Materialkosten, Personalkosten) durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben oder durch Effizienzsteigerungen zu kompensieren. Ob danach ein künftiges Wachstumspotential besteht, ist damit eine Frage aller Umstände des Einzelfalls. Einflussfaktoren sind die langfristige Markt- und Branchenentwicklung, die erwartenden Veränderungen der Wettbewerbssituation oder mögliche regulatorische Änderungen. Gesamtwirtschaftlich ist die Inflationserwartung von Bedeutung[111].

Der Sachverständige hat diese Vorgaben bei der Bemessung des Wachstumsabschlags berücksichtigt. Er ist zutreffend davon ausgegangen, dass stärker auf das branchenspezifische Entwicklungspotential als auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung abzustellen ist. Was den bei A. relevanten Pumpenmarkt betrifft, so sind nach den dem Sachverständigen vorliegenden Marktstudien die Wachstumsperspektiven zum Bewertungszeitpunkt insgesamt als nicht überdurchschnittlich einzuschätzen. Im Falle von A. unterlagen Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Vergangenheitszeitraum erheblichen Schwankungen, ohne dass ein klarer Wachstumstrend erkennbar gewesen wäre. Zudem ist den nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen zufolge zu beachten, dass A. schwerpunktmäßig auf dem europäischen Markt tätig ist, der eine vergleichsweise geringe Wachstumsdynamik aufweist. Vor diesem Hintergrund - so der Sachverständige[112] - erscheint ein Wachstumsabschlag leicht unterhalb eines bei einer Inflation von 2,0% durchschnittlich zu erwartenden Ergebniswachstums von 1,2% angemessen.

---

[111] Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rn. 136
[112] Gutachten vom 27.04.2009, S. 37

Unter Berücksichtigung der geringen Wachstumsdynamik und der Entwicklung auf dem europäischen Markt bewegt sich die vom Sachverständigen mit 1% angenommene Wachstumsrate somit in dem Bereich, der überwiegend bei der Unternehmensbewertung in Ansatz gebracht wird[113] und der auch im vorliegenden Fall als sachgerecht zu bezeichnen ist. Die Ertragsentwicklung wird in der Phase der ewigen Rente wesentlich auch von den konkreten Wachstumserwartungen des Unternehmens in dieser Phase bestimmt[114]. Auch daraus folgt, dass Überlegungen zum Wachstumsabschlag, die allein auf allgemeine volkswirtschaftliche Entwicklungen abstellen, nicht zielführend sind[115].

Auch ist der Ansatz eines Wachstumsabschlags unterhalb der erwarteten Inflationsrate nicht schon durch das allgemeine Gewinnwachstum fraglich. Denn hierauf ist bei der Bemessung des Wachstumsabschlags nicht maßgeblich abzustellen. Die Antragstellerin zu 18 meint weiter[116], dass auf die Dauer der ewigen Rente mit nominal nur um 1% Erträgen eines Unternehmens dessen reales Schrumpfen verbunden sei, wenn die reale Inflationsrate über 2% liege. Auch die Annahme, ein Wachstumsabschlag unterhalb der erwarteten Inflationsrate bedeute, dass das Unternehmen damit in der Phase der ewigen Rente „schrumpft", trifft so nicht zu. Denn ein Wachstum von 1% repräsentiert keine sinkenden, sondern nachhaltig steigende Erträge[117]. Den weiteren Ausführungen des Sachverständigen zufolge ist im konkreten Fall eine Abschätzung dahin zu treffen, inwieweit es das Marktumfeld und die Wettbewerbsposition des konkreten Bewertungsobjekts zulassen, Inflationseffekte weiterzugeben, um auf diese Weise zu einer sachgerechten Festlegung des Wachstumsabschlags zu kommen. Im Falle der A. unterlagen - so weiter der Sachverständige[118] - Umsatz- und Ergebnisentwicklung im Vergangenheitszeitraum erheblichen Schwankungen, ohne dass ein klarer Wachstumstrend zu erkennen gewesen wäre. Auch sei A. schwerpunktmäßig auf dem europäischen Markt tätig gewesen, der eine vergleichsweise geringe Wachstumsdynamik aufweise. Vor diesem Hintergrund hat der Sachverständige nachvollziehbar begründet, dass ein Wachstumsabschlag von 1% angemessen erscheint. Dieser nachvollziehbaren, betriebswirtschaftlich untermauerten Argumentation schließt sich der Senat an.

---

[113] OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 430 ff.); Peemöller, a.a.O., S. 438; Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rn. 137; Großfeld, a.a.O., Rn. 962 ff.
[114] So auch OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 441)
[115] Senat - Beschluss vom 06.02.2012 - 12 W 69/08
[116] Schriftsatz vom 07.01.2011, S. 8 = As. II 965
[117] OLG Stuttgart NZG 2011, 1346 (juris- Rn. 444)
[118] Gutachten vom 27.08.2009, S. 37

Nach allem besteht für den Senat kein Anlass, von der Bewertung des Sachverständigen beim Wachstumsabschlag abzuweichen.

(2) Abschlag für Thesaurierung zur internen Finanzierung - Wachstumsfinanzierung

Zur Erreichung der laut Planbilanz der A. zum 31.12.2005 erreichten Eigenkapitalausstattung ist eine Thesaurierung in Höhe von 1% des Eigenkapitals vorzunehmen. Hierbei kann auch - wie von der Antragsgegnerin angeführt - auf das Konzerneigenkapital abgestellt werden. so dass hier von einem Wert von T€ 239 auszugehen ist[119].

gg) In der Gesamtschau stellt sich die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes wie folgt dar[120]:

	2003	**2004**	**2005**	**nachhaltig**
Basiszinssatz vor Steuern	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Steuern	-1,75%	-1,75%	-1,75%	-1,75%
Basiszinssatz nach Steuern	3,25%	3,25%	3,25%	3,25%
Marktrisikoprämie nach Steuern	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Betafaktor (unverschuldet)	0,81	0,81	0,81	0,81
FK / EK	0,16	0,16	0,17	0,17
Betafaktor (verschuldet)	0,89	0,89	0,90	0,89
Risikoprämie	4,89%	4,91%	4,93%	4,91%
Kapitalisierungszinssatz nach Steuern	**8,14%**	**8,16%**	**8,18%**	**8,16%**
Wachstumsabschlag				1,00%
Kapitalisierungszinssatz n. Steuern u. Wachstum				**7,16%**

5. Ableitung des Ertragswerts

[119] Gutachten vom 22.08.2007 S. 76 und Gutachten vom 27.04.2009 S. 12 mit Tabelle auf S. 13

[120] Tabelle 15 Gutachten vom 22.08.2007, S.77 mit Abwandlung siehe As. I 684

Die Ableitung des Ertragswerts erfolgt durch Diskontierung der Nettoausschüttungen an die Anteilseigner mit dem jeweiligen Kapitalisierungszinssätzen auf den Bewertungsstichtag. Von den Nettoausschüttungen sind die auf die Eigentümer entfallenden Ertragsteuern in Abzug zu bringen. Nach dem hier zu beachtenden Halbeinkünfteverfahren beträgt die typisierte Einkommenssteuer 17,5%. Als technischen Bewertungsstichtag hat der Sachverständige den 31.12.2002 angenommen und entsprechend auch dem Vorgehen von C.KG die Aufzinsung des Ertragswerts zum maßgeblichen Zeitpunkt vorgenommen, was einem üblichen Vorgehen entspricht. Der Sachverständige ist vor dem Hintergrund der tatsächlichen wirtschaftlichen und rechtlichen Gesichtspunkte im Planzeitraum von einer Vollausschüttung der Unternehmensergebnisse ausgegangen (IDW alt) und hat erst für den nachhaltigen Zeitraum nach IDW S1 neu eine marktübliche Ausschüttungsquote von 45% unterstellt, wobei die Thesaurierungen im Rahmen der Ableitung des Unternehmenswerts unternehmenswerterhöhend als einkommenssteuerfreie Kursgewinne berücksichtigt wurden. Das Vorgehen des Sachverständigen ist hier plausibel und nachvollziehbar[121]. Eine vollständige Neuberechnung exakt zum Stichtag wäre zudem mit einem unverhältnismäßigen Aufwand verbunden, worauf schon das Landgericht zutreffend abgestellt hat.

Der Ertragswert ermittelt sich danach unter Berücksichtigung der vorgenommenen Anpassungen und der Änderung bei der Höhe des Basiszinssatzes wie folgt:

---

[121] siehe Begründung im Gutachten vom 22.08.2007, S. 78 und 79

IDW S1 neu	Plan 2003 T€	Plan 2004 T€	Plan 2005 T€	Plan nachhaltig T€
Jahresüberschuss	10.170	9.221	9.174	9.849
Thesaurierung zur internen Finanzierung	0	0	0	-239
Ausschüttungsfähige Überschüsse	**10.170**	**9.221**	**9.174**	**9.610**
Wertbeitrag aus Ausschüttung	10.170	9.221	9.174	4.325
persönliche Einkommensteuer (17,5%)	-1.780	-1.614	-1.605	-757
Wertbeitrag aus Thesaurierung	0	0	0	5.286
Zu kapitalisierender Wertbeitrag	**8.390**	**7.607**	**7.569**	**8.853**
Kapitalisierungszins	8,14%	8,16%	8,18%	7,16%
Diskontierungsfaktor	0,92	0,92	0,92	13,96
Werte jeweils zum 1.1.	117.904	119.116	121.229	123.572
Aufzinsungsfaktor	1,054			
Unternehmenswert zum 28. August 2003	**124.221**			

6. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

a) Freie Liquidität

Hierbei hat der Sachverständige bei der von ihm durchgeführten Angemessenheitsprüfung die nicht betriebsnotwendige Liquidität ohne Abzug von Steuern auf der Eigentümerebene in Höhe von € 8 Mio. angesetzt. Nach den neuen Bewertungsstandards hängt die Berücksichtigung von Steuern auf der Eigentümerebene von der beabsichtigten Verwendung der erzielten Erlöse ab. Hintergrund hierfür ist die Abkehr von der Annahme einer grundsätzlichen Vollausschüttung der Unternehmensergebnisse, da dieses Vorgehen nach der Einführung des Halbeinkünfteverfahrens in der Regel den privaten Anteilseigner benachteiligen würde[122].

b) Grundstücksvermögen

[122] Gutachten vom 22.08.2007, S. 83

Der Sachverständige hat nach Überprüfung den von der C.KG angenommenen Wert des nicht betriebsnotwendigen Grundstücksvermögens (Ackerland: 10.606 qm; Mischwald: 27.092 qm) für angemessen erachtet. Der Sachverständige hat auch hier konsequent und plausibel die Steuern auf Eigentümerebene nicht in Ansatz gebracht und ist von einem Wert von T€ von 42 (T€ 7 höher als C.KG) ausgegangen.

7. Berechnung des Unternehmenswerts unter Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens[123] - Aufteilung des Unternehmenswerts auf Stamm- und Vorzugsaktien

a) Unter Berücksichtigung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ergibt sich ein Unternehmenswert von T€ 132.263 zum Bewertungsstichtag.

IDW S1 neu		**31.12.2002**	**28.08.2003**
Ertragswert des operativen Geschäfts	T€	117.904	124.221
Sonderwerte	T€	8.042	8.042
nicht betriebsnotwendige Liquidität	T€	8.000	8.000
nicht betriebsnotwendige Grundstücke	T€	42	42
Unternehmenswert	**T€**	**125.946**	**132.263**

b) Der Unternehmenswert ist zu gleichen Teilen - wie nachstehend ausgeführt wird - auf die je 120.000 Vorzugs- und Stammaktien aufzuteilen, so dass sich für die Vorzugs- wie für die Stammaktie ein Abfindungsbetrag von € 551,10 (T€ 132.263: 240.000) ergibt.

Die Beschwerde der Antragsteller erweist sich damit als nicht begründet, nachdem das Landgericht die Abfindung der Vorzugsaktie schon auf € 551,10 festgesetzt hat.

---

[123] Siehe Tabelle 17 Gutachten 22.08.2007, S. 87 mit Änderung zu dieser Tabelle auf As. I 685

II. Gleichbehandlung von Stamm- und Vorzugsaktien

Die Anschlussbeschwerde der Antragsgenerin, die sich alleine gegen die Gleichstellung der beiden Aktienarten - Vorzugs- und Stammaktie - richtet, ist unbegründet. Der Senat folgt auch insoweit den Ausführungen des Landgerichts. Danach ist hier von einer Gleichstellung von Vorzugsaktien und Stammaktien auszugehen.

Die Beurteilung des Verhältnisses von Vorzugsaktien zu Stammaktien ist eine Rechtsfrage, wobei die Sachverständigen zu dieser Frage die aus ihrer Sicht maßgeblichen betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkte aufzeigen.

Grundsätzlich ist bei der Verteilung des Unternehmenswertes die unterschiedliche Ausstattung der Aktien zu berücksichtigen[124]. Feste Regeln für die Wertrelation von Aktien existieren nicht, sondern dies ist einzelfallabhängig zu bewerten. Häufig werden Vorzugsaktien aufgrund des meist fehlenden Stimmrechts an der Börse niedriger gehandelt als Stammaktien. Eine Abwägung der Vor- und Nachteile kann aber auch dazu führen, dass Stamm- und Vorzugsaktien in gleicher Höhe oder Vorzugsaktien höher abzufinden sind[125].

Stammaktien gewähren ein Stimmrecht, aber keinen Dividendenvorzug; bei Vorzugsaktien ist es umgekehrt. Der Wert von Stammaktien ist deshalb im Allgemeinen höher. Die Wertrelation hängt aber zumeist von den konkreten Verhältnissen der Gesellschaft ab[126]. Der Senat hat in seinem Beschluss vom 22.06.2010 betreffend den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zwischen der A. AG und der Antragsgegnerin (Hauptversammlung dort am: 14.06.2000) entschieden, dass die Stammaktie höher zu bewerten sind und hierfür das Stimmrecht ausschlaggebend gewesen ist, was anhand der einzelnen Börsenkursen im Zeitraum 1960 bis 1999 belegt werden konnte.

Der Senat hat aber schon in seiner damaligen Entscheidung vom 22.06.2010 ausdrücklich darauf hingewiesen, dass die Bewertung im vorliegenden Fall einen späteren und

---

[124] BVerfG AG 2004, 40; OLG Düsseldorf, BB 1973, 910 und AG 2009, 907
[125] Senat AG 2006, 463 und Beschluss vom 22.06.2010 - 12 W 87/07
[126] Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 1200

damit anderen Zeitraum (hier: August 2003) betrifft und festgehalten, dass nach August 2000 bis zu dem hier maßgeblichen Bewertungszeitpunkt kein regelmäßiger Handel mit Aktien im Streubesitz mehr stattgefunden hat, während bis August 2000 die Ermittlung der Abfindung für die Vorzugsaktie unter Berücksichtigung der Wertfindung an den Börsenkursrelationen auszurichten war.

Der Senat folgt dem Landgericht in der Annahme, dass die seinerzeitigen Aktienkurse, die bei der Bemessung der Abfindung bei dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zugrunde gelegt worden sind, für die hier anstehende Frage nach der Bewertung von Stamm- und Vorzugsaktien beim Squeeze-out nicht mehr herangezogen werden können. Im vorliegend zu beurteilenden Fall ist nämlich maßgeblich, dass nach dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag im August 2000 kein liquider Aktienhandel mehr stattgefunden hat. Eine Aufteilung des Unternehmenswerts anhand von Börsenkursen ist somit für den hier maßgeblichen Zeitraum nach dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bis zum Squeeze-out nicht sachgerecht. Auf Grund der oben aufgezeigten Marktenge und der damit verbundenen begrenzten Aussagekraft des Börsenkurses sind die Börsenkurse nicht aussagekräftig für die Bestimmung des Wertverhältnisses der Vorzugsaktien zu den Stammaktien.

Hinzu kommt weiter, dass dem Stimmrecht der Stammaktie nach dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bis zum Squeeze-out nur noch eine ganz geringe Bedeutung beizumessen gewesen ist, weil sich der weit überwiegende Teil der Aktien ohnehin schon in den Händen des Mehrheitsaktionärs befunden hat. Der Sachverständige[127] hat nachvollziehbar ausgeführt, dass eine von ihm vorgenommene Untersuchung zeige, dass der durchschnittliche Kursunterschied - ausgedrückt als Differenz zwischen dem Kurs der Stamm- und der Vorzugsaktie im Verhältnis zum Kurs der Stammaktie - mit steigendem Anteil des größten Aktionärs abnehme. Habe der größte Aktionär noch nicht den Besitz der Mehrheit der Stimmrechte, sei die Stimmrechtsprämie am höchsten, bei einfacher Mehrheit der Stimmrechte gehe der Kursunterschied deutlich zurück, übersteige dessen Anteil die Grenze von 75% und halte er bereits damit die qualifizierte Mehrheit, gehe die Stimmrechtsprämie weiter zurück. Ausgehend hiervon sind deshalb im vorliegenden Fall Stammaktie mit Stimmrecht und Vorzugsaktie mit einem Dividendenvorzug gleich zu bewerten. Die für die eine wie die andere Aktienart sprechenden

---

[127] Gutachten vom 22.08.2007, S. 106

Vorteile heben sich wechselseitig auf. Der Grund für die Gleichbewertung liegt hier insbesondere darin, dass nach dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag kein relevanter Aktienhandel mehr stattgefunden und das Stimmrecht auf Grund der bereits mehrheitlich im Besitz des Hauptaktionärs befindlichen Aktien an Bedeutung verloren hat. Nicht anderes folgt daraus, dass die Hauptaktionärin bereits am Stichtag des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags eine Mehrheit von 95% der Aktien in den Händen hatte. Bei der Beurteilung der Verhältnisse zum Stichtag des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags kam es entscheidend auf den Zeitraum vor dem Erhalt der Mehrheit von 95% der Aktien durch den Hauptaktionär an. Auch konnte in der Zeit von 1960 bis 1999 noch ein relevanter Handel verzeichnet werden. Die Stammaktie mit ihrem Stimmrecht war noch von einer Einflussmöglichkeit in der Hauptverhandlung geprägt und hat damit die Bewertung und Einschätzung der Aktien am Markt widergespiegelt.

Danach ist der Unternehmenswert auf beide Aktien gleich zu verteilen, so dass sich für die Vorzugeaktie ein Abfindungsbetrag von 551,10 € und die Stammaktie ebenfalls ein Abfindungsbetrag von 551,10 € je Aktie ergibt (T€ 132.263: 240.000 Aktien).

C.

Kostenentscheidung und Geschäftswert

1. Überprüfung der Kostenentscheidung der ersten Instanz

Die Antragstellerin 18 macht geltend, dass sie nur eine Erhöhung der Abfindung für die Vorzugsaktie beantragt habe und eine solche vom Landgericht auch mit 38,10 € zuerkannt worden sei. Die hälftige Auferlegung der eigenen außergerichtlichen Kosten sei schon aus diesem Grund unbillig[128].

Der Senat hält die Kostenentscheidung des Landgerichts - auch unter Berücksichtigung des Vorbringens der Antragstellerin 18 - für zutreffend und auch sachgerecht. Die Antragsteller haben insbesondere eine weit höhere Abfindung für die von ihnen gehaltenen

---

[128] As. II 951/ 953

Vorzugsaktien angestrengt und haben insoweit nur einen daran gemessen geringfügigen Teilerfolg erzielt. Es ist deshalb angemessen, den Antragstellern die Hälfte ihrer ausgerichtlichen Kosten aufzuerlegen (§ 15 Abs. 4 SpruchG).

Bezüglich der Antragsteller zu 5 - 8, 14 und 19 hat es schon deshalb bei der Kostenentscheidung des Landgerichts zu verbleiben, weil die Anträge dieser Verfahrensbeteiligten schon unzulässig gewesen sind. Der Antragsteller zu 5 hat verspätet Beschwerde eingelegt, so dass die Entscheidung des Landgerichts, auch sein Antrag sei unzulässig gewesen, in der Sache nicht mehr überprüft werden konnte.

2. Kostenentscheidung des Beschwerdeverfahrens

Nach § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG haben die Antragsgegnerinnen die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Kosten des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre zu tragen. Gründe für eine Billigkeitsentscheidung gemäß § 15 Absatz 2 Satz 2 SpruchG liegen nicht vor.

Für die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller in der Beschwerdeinstanz gilt § 15 Absatz 4 SpruchG. Danach sind Kosten (nur) zu erstatten, soweit dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht[129]. Nach diesem Maßstab hält es der Senat für angemessen, eine vollständige Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1 bis 4, 6 bis 8, 10, 12 bis 17 und 19 anzuordnen, gegen die sich auch die erfolglose Beschwerde der Antragsgegnerinnen gerichtet hat. Bezüglich derjenigen Antragsteller - hier Antragsteller zu 5, 9, 11, 16, 18, 20 bis 22 -, die zugleich ein eigenes - erfolgloses - Rechtsmittel eingelegt und sich gegen ein - in der Sache ebenfalls erfolgloses - Rechtsmittel der Antragsgegnerinnen gewandt haben, erachtet der Senat die Anordnung der hälftigen Kostenerstattung für angemessen.

Im Spruchverfahren können außergerichtliche Kosten der Antragsgegnerin (§ 5 SpruchG) nicht den Antragstellern auferlegt werden[130].

---

[129] Kölner Komm., a.a.O., § 15 Rn. 48
[130] BGH II ZB 12/11 - Beschluss vom 13.12.2011 - AG 2012, 173

3. Geschäftswert

a) Der Geschäftswert für die erste Instanz ist zutreffend auf 200.000,00 € festgesetzt worden, nämlich aus der Differenz des angebotenen zum festgesetzten Betrag von 38,10 € unter Berücksichtigung der im Streubesitz befindlichen Vorzugsaktien (hier: 1.535; § 15 Abs. 1 S.2 SpruchG: Mindeststreitwert). Hiergegen erinnern die Beschwerdeführer auch weiter nichts.

b) Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens bemisst sich nach §§ 17 Absatz 3 Satz 2, 15 Absatz 1 Satz 2 SpruchG nach dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann.

aa) Das Landgericht ist von 1.535 im Besitz außenstehender Personen befindlicher Vorzugsaktien ausgegangen. Diesen Wert haben die Beteiligten nicht angegriffen, so dass von ihm auch in der Beschwerdeinstanz ausgegangen wird.

bb) Für die Geschäftswertermittlung im Beschwerdeverfahren ist die Differenzmethode in der Weise anzuwenden, dass die durch das Beschwerdegericht festgesetzte Differenz zur angebotenen Kompensation zu betrachten ist[131]. Da der Mehrbetrag gegenüber der Entscheidung erster Instanz nicht verändert worden ist, bleibt es bei einem Mehrbetrag von EUR 38,10 € je Aktie (angebotene Abfindung: 513,00 €; festgesetzte Abfindung: 551,10 € je Aktie → Differenz 38,10 €), so dass sich auch für die Beschwerdeinstanz ein Geschäftswert von 58.483,50 € ergibt. Es ist deshalb auch für das Beschwerdeverfahren vom Mindeststreitwert von 200.00,00 € auszugehen (§ 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG).

c) Der Gegenstandswert des Beschwerdeverfahrens für die Antragsteller richtet sich nach §§ 17 Abs.2 SpruchG, 31 Abs. 1 RVG bzw. bei mehreren Antragstellern nach § 31 Abs. 2 RVG. Der Wert beträgt danach mindestens 5.000,00 € (31 Abs. 1 S. 2 RVG)

---

[131] vgl. Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Auflage, § 15, Rn. 9