

21 W 38/15

3-05 O 43/13 Landgericht Frankfurt
am Main



OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchstellenverfahren

betreffend die Angemessenheit der Abfindung für die ausgeschlossenen Aktionäre
der Andreae Noris Zahn AG

hat der 21. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht , die Richterin am Oberlandesgericht (und die Richterin am Oberlandesgericht nach mündlicher Verhandlung vom 02.07.2021 am 13. September 2021 beschlossen:

Die Beschwerde der Antragsgegnerin, die Beschwerden der Antragsteller zu 37) und 38), zu 40) und 41), zu 90) und 92), zu 94) und 97) und die Anschlussbeschwerden der Antragsteller zu 3) bis 11), zu 25) und 26) sowie zu 84) bis 88) werden zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Darüberhinaus hat die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu tragen mit Ausnahme der beschwerdeführenden Antragsteller zu 3) bis 11), zu 25) und 26), zu 37) und 38), zu 40) und 41), zu 84) bis 88) zu 90) und 92) und zu 94) und 97).

Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens wird auf 1.579.049,- € festgesetzt.

Gründe

A:

Die Antragsteller waren Aktionäre der Andreae-Noris Zahn Aktiengesellschaft (ANZAG). Das Grundkapital der ANZAG in Höhe von 32.035.290 € ist in 10.678.430 nennwertlose auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden rechnerischen Anteil am Grundkapital in Höhe von 3 € eingeteilt. Die ANZAG-Aktien waren zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse (General Standard) sowie an den Börsen Berlin und München im regulierten Markt zugelassen. Darüber hinaus wurden sie im Freiverkehr an den Börsen Düsseldorf und Stuttgart gehandelt. Das Geschäftsjahr der ANZAG beginnt seit 2011 am 1. April eines Jahres und endet am 31. März des Folgejahres. Das Geschäftsjahr, das am 31.03.2011 endete, war ein Rumpfgeschäftsjahr, das am 01.09.2010 begonnen hatte. Für die vorangegangenen Geschäftsjahre hatte das Geschäftsjahr am 1. September begonnen und am 31. August geendet.

Die ANZAG ist das Mutterunternehmen der ANZAG-Gruppe und selbst operativ tätig. Die Unternehmen der ANZAG-Gruppe sind im Bereich des pharmazeutischen Großhandels im In- und Ausland tätig. Unternehmensgegenstand der Gesellschaft ist gemäß § 2 der Satzung in der am 25.09.2012 geänderten Fassung insbesondere Fabrikations- und Handelsgeschäfte, insbesondere Herstellung, Verarbeitung und Vertrieb pharmazeutischer und kosmetischer Erzeugnisse sowie von Drogen, Chemikalien, technischen Artikeln, Medizinprodukten, Heil- und Hilfsmitteln, Lebensmitteln und verwandten Waren; die Erbringung von Marketing-, Einkaufs-, Vertriebsberatung-, Schulung- und sonstigen Dienstleistungen im Gesundheits- und Kosmetikbereich, einschließlich der Abwicklung von Liefer- und Leistungsbeziehungen, insbesondere für Apotheken, pharmazeutische Hersteller und verbundene Unternehmen. Wegen des Inhalts des Unternehmensgegenstands im Einzelnen wird auf die Ausführungen in dem Übertragungsbericht vom 22.10.2012 unter Ziffer 2.2 Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist ein mittelbares Tochterunternehmen der
, und gehört zur . Diese Gruppe ist ein

internationaler Apotheken-, Gesundheits- und Kosmetikkonzern mit pharmazeutischem Schwerpunkt. Die Antragsgegnerin ist als Kommanditistin mit 99 % des Gesellschaftskapitals an der /
() beteiligt.

Die Antragsgegnerin hatte am 18.10.2010 zunächst ein Aktienpaket in einem Umfang von 51,65 % des Grundkapitals von mehreren Veräußerern erworben. Diese Kaufverträge, die unter verschiedenen aufschiebenden Bedingungen, so u.a. der fusionskontrollrechtlichen Freigabe gestanden hatten, wurden im Dezember 2010 vollzogen. Die Antragsgegnerin und die / erwarben im folgenden aufgrund mehrerer Kaufverträge im November/Dezember 2010 mehrere Aktienpakete, die zu einem Anteil in Höhe von ca. 81,64 % des Grundkapitals der ANZAG geführt hatten. Sämtliche Erwerbe erfolgten zu einem Preis von jeweils 26 € je Aktie. Am 29.11.2010 veröffentlichte die Antragsgegnerin ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot an die Aktionäre der ANZAG zum Erwerb der Aktien gegen Zahlung in Höhe von 26,08 €. Dieses wurde in einem Umfang von 25.133 Aktien (0,24 % des Grundkapitals) angenommen. Nach Vollzug des freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots hielten die Antragsgegnerin und die / zusammen einen Anteil in Höhe von ca. 81,88 % des Grundkapitals der ANZAG. Am 22.06.2012 erwarb die Antragsgegnerin von verschiedenen Verkäufern einen weiteren Anteil in Höhe von ca. 14,13 % des Grundkapitals zu einem Kaufpreis in Höhe von 32,72 € pro Aktie. Damit verfügte diese über einen Anteil von ca. 96 % des Grundkapitals. Zum Erwerb der Aktienanteile wurde insgesamt ein durchschnittlicher Kaufpreis von 27,44 € pro Aktie gezahlt.

Mit Schreiben vom 23.07.2012 stellte die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegenüber dem Vorstand der ANZAG ein förmliches Verlangen im Sinne des § 327a Abs.1 S.1 AktG, die Hauptversammlung der ANZAG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen.

Zum Zwecke des beabsichtigten Squeeze-Out beauftragte die Antragsgegnerin die / mit der

Ermittlung des Unternehmenswerts der ANZAG. Diese ermittelte einen Unternehmenswert nach dem Ertragswertverfahren in Höhe von 29,02 € je Aktie. Dabei wurde im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes unter anderem eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % angesetzt, der Beta Faktor anhand einer Peer-Group abgeleitet und ein Wachstumsabschlag in Höhe von 1,5 % berücksichtigt. Wegen der Einzelheiten wird auf die gutachterliche Stellungnahme vom 22.10.2012 (Anlage AG 1/Anl. 2) Bezug genommen. Die mit Beweisbeschluss des Landgerichts vom 25.07.2012 beauftragte

(sachverständige Prüferin) bestätigte im Prüfbericht vom 23.10.2012 die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung. Wegen der Einzelheiten wird auf den Prüfbericht (Anlage AG 2) verwiesen. Der durchschnittliche Börsenkurs im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Squeeze-Out- Absicht betrug 28,65 €.

In der Hauptversammlung der ANZAG am 18.12.2012 wurde sodann die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin zu einem Preis von 29,02 € beschlossen. Zu diesem Zeitpunkt wurden 426.770 Aktien der ANZAG nicht von der Antragsgegnerin gehalten.

Im Anschluss haben zahlreiche Minderheitsaktionäre Spruchverfahren mit dem Ziel, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen, eingeleitet. Sie haben insbesondere gegen den Ergebnisrückgang in der ewigen Rente, welcher u.a. auf der Berücksichtigung von Forwardwechsellkursen beruhen soll, gegen die Annahmen der Innenfinanzierung (Thesaurierung) sowie gegen die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes Einwände erhoben. Wegen der Bewertungsrügen im Einzelnen wird auf den Sachverhalt des angefochtenen Beschlusses verwiesen (Bl. 1635 ff d.A.).

Das Landgericht hat eine ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin eingeholt. Wegen der Feststellungen im Einzelnen wird auf die Stellungnahme vom 11.09.2014 (Bl. 1550 ff. d. A.) Bezug genommen.

Mit Beschluss vom 25.11.2014 (Bl. 1635 ff. d.A.) hat das Landgericht sodann die Abfindung auf 32,72 € je Aktie festgesetzt. Zur Begründung hat es ausgeführt,

wegen Bedenken an der Geeignetheit des Ertragswertverfahrens, insbesondere im Zusammenhang mit den Fragen um den Wachstumsabschlag und der Marktrisikoprämie, sowie Zweifeln an der Plausibilität der Planung sei vorliegend eine Schätzung aufgrund der am 22.06.2012 gezahlten Vorerwerbspreise sachgerecht. Gegen die Annahme eines Paketzuschlages spreche vorliegend, dass die Antragsgegnerin diesen Aktienvorerwerb zu diesem Preis nicht von einer Person sondern von mehreren Personen getätigt habe. Dieser liege zudem in der Nähe des Eigenkapitalbuchwertes in Höhe von 34,08 €, von welchem als stille Belastung die beträchtlichen Mitarbeiterabfindungen aufgrund von Betriebsvereinbarungen bei einer etwaigen Liquidation in Abzug zu bringen gewesen wären.

Gegen diese Entscheidung haben die Antragsteller zu 37) und 38) (Bl. 1846 ff d.A.), zu 40) und 41) (Bl. 1842 d.A.), zu 90) und 92) (Bl. 1851 d.A.), zu 94) und 97) (Bl. 1756), die Antragsgegnerin (Bl. 1761 ff d.A.) und der gemeinsame Vertreter (Bl. 1835 ff d.A.) Beschwerde eingelegt. Die Antragsteller zu 5), 84) – 88) (Bl. 1877 d.A.), zu 3) und 4) (Bl. 1887 d.A.), zu 6) -11) (Bl. 1977 d.A.) sowie zu 25) und 26) (Bl. 1971 ff d.A.) haben Anschlussbeschwerde eingelegt.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 28.04.2015 (Bl. 1891 ff d.A.) den Beschwerden nicht abgeholfen.

Die beschwerdeführenden Antragsteller beantragen, das Verfahren an das Landgericht zur weiteren Aufklärung des Sachverhalts und zur Entscheidung zurückzuverweisen, hilfsweise eine über dem Betrag von 32,72 € liegende Barabfindung festzusetzen. Zur Begründung tragen sie vor, das Landgericht sei selber von einem deutlich höheren Ertragswert ausgegangen, der bei einer Marktrisikoprämie von 4,5 % bereits bei ca. 40 €, bei Verwendung des eigenen Betas bei ca. 50 € gelegen hätte. Es hätte daher diesen der Bewertung zugrunde legen und ggf. bestehende Bedenken insbesondere im Zusammenhang mit dem Kapitalisierungszins aber auch die Zweifel an dem Ergebniseinbruch in der Phase der ewigen Rente weiter aufklären müssen. Die Vorerwerbspreise hätten allein als Wertuntergrenze Berücksichtigung finden können. Die Beschwerdeführer verfolgen daher im Wesentlichen ihre erstinstanzlich erhobenen Bewertungsrügen weiter,

insbesondere die Einwände hinsichtlich der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes und der Unplausibilität der Planung.

Die Antragsgegnerin beantragt, den Beschluss des Landgerichts aufzuheben und die Anträge auf Heraufsetzung der Barabfindung zurückzuweisen (Bl. 1762 d.A.). Sie wendet sich gegen die Berücksichtigung der Vorerwerbspreise. Die Barabfindung sei auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens zu schätzen. Die Höhe der Abfindung, die über dem Börsenwert liege, sei zutreffend ermittelt worden. Insbesondere seien weder die Bedenken gegen die Marktrisikoprämie noch gegen die Verwerfung des eigenen Betas der Gesellschaft durchgreifend. Die sachverständige Prüferin habe die Planungsrechnung umfassend nachvollzogen und plausibilisiert. Sie habe im Rahmen der ergänzenden Stellungnahme insbesondere erläutert, dass die Annahmen für die Entwicklung der ewigen Rente vor allem auch mit Blick auf das Osteuropageschäft plausibel und vertretbar seien. Etwaige Alternativüberlegungen seien vom Prüfungsumfang des Gerichts nicht gedeckt. Dem Erwerb vom Juni 2012 habe ein erheblicher Paketzuschlag zu Grunde gelegen, da dieser nur gezahlt worden sei, um die erforderliche 95 % Schwelle überschreiten zu können. Der Erwerb sei auf der Grundlage eines „Share Sale Agreement“ vom 18.06.2012 erfolgt (Bl. 1816 ff d.A.). Es habe sich zwar um insgesamt 330 Aktionäre der ANZAG als Veräußerer gehandelt. Diese wären aber alle Kunden der VM GmbH gewesen und seien bei Abschluss des Paketerwerbs von dieser vertreten worden. Es habe sich um einen einheitlichen Erwerbsvorgang mit einem einheitlich gezahlten Kaufpreis gehandelt. Allenfalls hätte auf den durchschnittlichen Vorerwerbspreis abgestellt werden dürfen, welcher unterhalb der gezahlten Barabfindung gelegen hätte. Auch dürfe nicht auf den ohnehin nicht relevanten Liquidationswert abgestellt werden, welcher allerdings unter Berücksichtigung der zu zahlenden Abfindungen ebenfalls unter dem Ertragswert gelegen hätte. Eine höhere Abfindung als im Bewertungsgutachten lasse sich nicht feststellen. Insoweit würden die Antragssteller und der gemeinsame Vertreter die Feststellungslast für die Fehlerhaftigkeit der Unternehmensbewertung tragen, so dass eine Erhöhung nicht in Betracht käme. Es könnten allenfalls Zweifel an einzelnen Parametern bestehen, dies genüge jedoch nicht für eine Anpassung.

Der gemeinsame Vertreter wurde mit Verfügung der Berichterstatteerin vom 12.08.2019 (Bl. 2181 d.A.) auf die Unzulässigkeit seiner Beschwerde hingewiesen.

Der Senat hat Beweis erhoben durch Einholung einer ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin zu verschiedenen Fragen gemäß Beweisbeschluss vom 11.11.2019 (Bl. 2202 ff d.A.). Die sachverständige Prüferin hat am 17.04.2020 eine ergänzende Stellungnahme vorgelegt. Darin kommt sie u.a. zu der Feststellung, dass sich unter Berücksichtigung des raw-Betas ein – unverschuldetes - Beta in Höhe von 0,6 ergeben würde. Danach würde der Unternehmenswert je Aktie 32,91 € betragen. Der Beta-Faktor von 0,65 wird weiterhin als angemessen erachtet. Wegen der Ergebnisse im Einzelnen wird auf die Stellungnahme vom 17.04.2020 (Bl. 2262 ff. d.A.) Bezug genommen.

Der Antragsteller zu 72) ist der Auffassung, der Betafaktor sei angesichts einer vorzuziehenden Regression gegen lokale Indizes mit 0,56 anzusetzen. Die Marktrisikoprämie mit einem Ansatz von 5,5 % nach Steuern sei nicht gerechtfertigt, weil dies schon nicht dem rechnerischen Mittelwert entspreche (Bl. 2356 ff d.A.).

Die Antragsteller zu 25) und 26) machen geltend, der Ansatz der Factoring-Verbindlichkeiten mit minus 180 Millionen Euro nach 2017 sei nicht nachvollziehbar, da die Rahmenvereinbarung am 31.03.2017 ende. Der Ansatz von kurzfristigen Finanzschulden aufgrund von Factoring sei nicht korrekt, da diese Forderungen aus der Aktivseite der Bilanz ausgebucht würden. Wenn angenommen werde, dass der nicht ausgeschüttete Ergebnisanteil zum Schuldenabbau verwendet werde, dann seien die Marktwerte des Fremdkapitals zu hoch und damit auch der Verschuldungsgrad. Zudem sei der Sicherungseinbehalt in Höhe von 17.778 TEUR nicht berücksichtigt. Die ermittelte Wechselkursrelation sei deutlich zu hoch. Der eigene Betafaktor mit 0,51 sei statistisch valide.

Der Antragsteller zu 56) ist der Auffassung, die Wertbeiträge aus Thesaurierung müssten im Rahmen der Ertragswertermittlung Berücksichtigung finden. Zudem sei das eigene Beta zu berücksichtigen, da das durchschnittliche Handelsvolumen mit

über 5 % der im Free-Float befindlichen Aktien nicht als relativ gering angesehen werden könne. Hingegen sei der Bid-Ask-Spread nicht als relativ hoch anzusehen.

Die Antragsgegnerin verteidigt den Beta-Faktor mit 0,65 %, den die sachverständige Prüferin weiterhin als angemessen bestätigt habe. Da es sich bei dem Wert von 0,6 ebenfalls nur um einen vertretbaren Wert handle, sei eine Korrektur nach der Rechtsprechung des Senats ausgeschlossen. Die sachverständige Prüferin habe die gewählte Methodik als vertretbar bestätigt. Soweit gerügt wurde, dass die Rahmenvereinbarung für das Factoring am 31.03.2017 ende, so sei zu berücksichtigen, dass damit die Verschuldung nicht sinken würde. Wenn der Finanzierungsbeitrag aus dem Factoring entfalle, müsste die Finanzierungslücke mit Bankdarlehen oder ähnlichen Finanzierungsmitteln in gleicher Höhe geschlossen werden, wodurch sich zwar der Finanzierungsmix nicht aber die gesamte Verschuldung der Gesellschaft ändern würde. Das Factoringvolumen sei zwar nicht bilanziell, aber materiell eine Finanzschuld. Dass Bankdarlehen in der Bilanz auszuweisen seien, Verbindlichkeiten aus (echtem) Factoring jedoch nicht, habe keinen Einfluss auf den materiellen Gehalt der Finanzschulden. Bei dem Sicherheitseinbehalt handle es sich um betriebsnotwendige finanzielle Mittel, die in der Finanzposition nicht berücksichtigt würden. Hinsichtlich der Thesaurierung würden die Antragsteller zu 25) und 26) verkennen, dass es sich bei den in der Tabelle dargestellten Nettoverbindlichkeiten bereits um die Nettoverbindlichkeiten nach der Verrechnung mit der Thesaurierung handle. Der Forward-Wechselkurs für die ewige Rente sei ordnungsgemäß abgeleitet worden.

Die sachverständige Prüferin wurde im Termin zur mündlichen Verhandlung am 02. Juli 2021 angehört. Zur Vorbereitung des Termins war mit Beschluss des Senats vom 25.09.2020 (Bl. 2417 ff d.A.) eine weitere ergänzende Stellungnahme eingeholt sowie mit weiterem Beschluss vom 28.05.2021 (Bl. 2784 ff d.A.) eine weitere alternative Berechnung des Ertragswertes aufgegeben worden. Wegen des Ergebnisses wird auf die weiteren Stellungnahmen vom 11.01.2021 (Bl. 2588c ff d.A.) und vom 15.06.2021 (Bl. 2801 ff d.A.) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 02.07.2021 (Bl. 2972 ff d.A.) Bezug genommen.

Der gemeinsame Vertreter hat seine Beschwerde zurückgenommen (Bl. 2974 d.A.).

Hinsichtlich des Vorbringens der Beteiligten im Beschwerdeverfahren im Übrigen wird auf die Schriftsätze der Beteiligten sowie die hierzu beigefügten Anlagen Bezug genommen.

B.

Die zulässigen Beschwerden der Antragsgegnerin und der Antragsteller haben keinen Erfolg.

Auf der Grundlage der vom Senat gemäß § 287 Abs. 2 ZPO vorgenommenen Schätzung ist die von dem Landgericht festgesetzte Barabfindung in Höhe von 32,72 € angemessen.

I.

Die wechselseitig eingelegten Beschwerden der Antragsteller und der Antragsgegnerin sind zulässig. Insbesondere sind alle Rechtsmittel formgerecht eingelegt worden. Ferner wurde die Monatsfrist des § 63 Abs. 1 Satz 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG gewahrt (vgl. für die Antragsteller zu 37) und 38) (Bl. 1708, 1846 ff d.A.), zu 40) und 41) (Bl. 1709, 1842 d.A.), zu 90) und 92) (Bl. 1826, 1851 d.A.), zu 94) und 97) (Bl. 1677,1756), für die Antragsgegnerin (Bl. 1677a,1761 ff d.A.). Die Antragsteller zu 5), 84) – 88) (Bl. 1877 d.A.), zu 3) und 4) (Bl. 1887 d.A.), zu 6) -11) (Bl. 1977 d.A.) sowie zu 25) und 26) (Bl. 1971 ff d.A.) haben zudem jeweils eine zulässige Anschlussbeschwerde eingelegt.

Schließlich erreichen die Antragsteller als Beschwerdeführer den aufgrund der Nichtzulassung der Beschwerde gemäß § 61 Abs. 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG erforderlichen Beschwerdewert von über 600 €. Bereits die Antragsteller zu 90) und 92) als Beschwerdeführer hatten gemeinsam 9625 Aktien. Daraus ergibt sich, dass schon deren Beschwer die erforderliche Beschwerdesumme von 600 €

deutlich überschreitet, da im Hinblick auf die Schätzung eines Ertragswertes durch das Landgericht von jedenfalls über 40 € Gründe für eine Abänderung der angegriffenen Entscheidung hinreichend dargelegt sind. Dies wiederum hat zur Folge, dass für alle Beschwerdeführer und zwar auch diejenigen, die lediglich über eine Aktie der ANZAG verfügt haben, die erforderliche Beschwerdesumme erreicht ist (vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2018 – II ZB 15/17, juris Rn. 24).

II.

Die Beschwerden sind insgesamt unbegründet. Unter Berücksichtigung der von dem Senat durchgeführten weiteren Ermittlungen erweist sich der von dem Landgericht festgesetzte Abfindungsbetrag im Ergebnis als angemessen.

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

Als angemessen in dem vorgenannten Sinne ist eine Abfindung anzusehen, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert seiner Beteiligung entsprechen (vgl. BVerfGE 14, 263, 284; 100, 289, 304 f.; BayObLG AG 1996, 127; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327b Rn 5). Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. BGHZ 138, 136, 140). Dabei stellt der Börsenkurs der Gesellschaft regelmäßig eine Untergrenze für die zu gewährende Abfindung dar (vgl. BVerfGE 100, 289).

Wenn die Abfindung nicht nach dem Börsenkurs der gehaltenen Aktie als Untergrenze der Abfindung bestimmt wird, ist in der Regel der anteilige Unternehmenswert zugrunde zu legen, wobei der Wert des Unternehmens im Wege

einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln ist (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, Juris Rn 21; Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, Juris Rn 33; BGHZ 147, 108, 116). Hierfür ist entscheidend, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die von dem Gericht vorzunehmende Schätzung geschaffen ist. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige (vgl. Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357), aber sowohl aus verfassungsrechtlicher (vgl. BVerfG NJW 2007, 3266, zit. nach Juris Rn 23) als auch aus einfachrechtlicher (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, zit. nach Juris 42; BGHZ 147, 108, zit. nach Juris Rn 20 am Ende) Sicht nicht notwendiger Weise bestmögliche Grundlage handelt. Dies bedeutet, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14, juris Rn. 42 mwN). Zudem muss das Gericht im konkreten Fall in Ausübung des ihm zugestandenem Ermessens von der Geeignetheit und Aussagekraft der von ihm zur Schätzung herangezogenen Methode überzeugt sein. Nicht erforderlich ist demgegenüber, dass sich das Gericht ein abschließendes Bild über die widerstreitenden Ansichten innerhalb der Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Methoden oder Parametern machen müsste. Ausreichend ist vielmehr eine Beurteilung der Tragfähigkeit der Schätzgrundlagen nach pflichtgemäßem Ermessen gemessen an dem Ziel einer zutreffenden Abbildung des „wahren“ Wertes der Unternehmensbeteiligung, wobei nicht die Methode ermittelt werden muss, die das Bewertungsziel am (vermeintlich) besten erreicht (aA Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357; Fleischer AG 2016, 185, 195 f.). Anhand dieses Maßstabes ist sowohl die Frage nach der Geeignetheit einer Methode als auch die Frage nach der für die Anwendung der Methode notwendigen Parameterhöhe zu klären.

Dabei spielen Vorerwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze-Out entrichtet, für die Bemessung der angemessenen Abfindung in der Regel keine Rolle (Senat, 21 W 7/11, ZIP 2012,124, zit. nach juris Rn. 30; LG München Beschluss vom 08.02.2017, 5 HK 7347/14 Rn. 179). Denn in dem von dem Großaktionär gezahlten Preis kommt regelmäßig der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär aus den

erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär auch bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs.1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (BVerfGE 100,289, zit. nach juris Rn. 58,59 nach Juris; BGHZ 186,229, zit. nach juris Rn. 31; LG München, aaO m.w.N.). Allerdings steht dies einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen als Marktpreisen im Rahmen der Schätzung gemäß § 278 ZPO im Einzelfall nicht entgegen, insbesondere soweit ein erhöhter Preis nicht festgestellt werden kann (vgl. für Übernahmepreise: LG Stuttgart, Beschluss vom 17.09.2018 – 31 O 1/15, juris Rn. 204,206).

2. Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze kann im vorliegenden Fall ausnahmsweise der Wert des Unternehmens anhand des bei dem letzten außerbörslichen Erwerb eines umfangreichen Aktienpaketes durch die Antragsgegnerin in Höhe von 32,72 € gezahlten Kaufpreises geschätzt werden.

Denn nach den von dem Senat durchgeführten weiteren Ermittlungen zum Ertragswert steht zur Überzeugung des Senats fest, dass der vereinbarte Kaufpreis keinen Paketzuschlag enthält sondern den Verkehrswert des Unternehmens angemessen widerspiegelt. Bei einer Schätzung des Unternehmenswertes anhand der Ertragswertmethode unter Berücksichtigung des von dem Senat regelmäßig als vorzugswürdig angesehenen raw-Betas wird der Kaufpreis mit einem festgestellten Abfindungsbetrag in Höhe von 32,91 € nahezu vollständig bestätigt. Im Hinblick auf die sich bei jeweils gleichermaßen vertretbaren Annahmen bezüglich des Beta-Faktors und der Festlegung des Forward-Wechselkurses in der ewigen Rente ergebenden alternativen Ertragswerte, die bis auf den im Übertragungsbericht angesetzten Wert mit 29,02 € im Bereich oder über dem Kaufpreis von 32,72 €

liegen, ist ein Paketzuschlag nicht ersichtlich und eine Abänderung des mit 32,72 € festgesetzten Abfindungsbetrages daher nicht veranlasst.

a) Der im Juni 2012 gezahlte Vorerwerbspreis kann in Verbindung mit dem Ertragswert des Unternehmens als geeignete Schätzgrundlage herangezogen werden. Hingegen erweist sich der durchschnittliche Vorerwerbspreis angesichts des Schwerpunktes im Jahr 2010 und der großen Entfernung zum Bewertungsstichtag nicht als geeigneter Schätzer.

Dabei kann dem Landgericht im Ausgangspunkt dahingehend gefolgt werden, dass es sich auch bei Vorerwerbspreisen um Marktpreise handelt, denen daher auch eine Eignung als Schätzgrundlage nicht von vornherein vollständig abgesprochen werden kann. Nicht gefolgt werden kann dem Landgericht indes hinsichtlich des Begründungsansatzes, soweit abstrakt auf die Ungeeignetheit des Ertragswertverfahrens abgestellt wird. Denn bei dem Ertragswertverfahren handelt es sich grundsätzlich um eine anerkannte Bewertungsmethode. Zuzugeben ist dem Landgericht aber, dass angesichts der Besonderheiten des vorliegend zu bewertenden Unternehmens eine Schätzung des Unternehmenswertes anhand des Ertragswertverfahrens mit einer Vielzahl von Unsicherheiten behaftet ist, welches eine nicht unerhebliche Bandbreite von vertretbaren Unternehmenswerten zulassen würde.

Bislang wurde in der Rechtsprechung auch des Senats ein – jedenfalls ausschließliches – Abstellen auf Vorerwerbe wegen eines regelmäßig angenommenen Paketzuschlages abgelehnt. Bereits in der Entscheidung des Senats vom 08.09.2020 (21 W 121/15) war allerdings zu konstatieren, dass der von dem Senat nach langen und kostenintensiven Ermittlungen geschätzte Ertragswert fast identisch mit dem – der Schätzung der erstinstanzlichen Entscheidung zugrunde gelegten – Vorerwerbspreis war (Senat, aaO, juris Rn. 37). In der Literatur wird die Verwendung von Vorerwerbspreisen als Marktpreise dann in Betracht gezogen, wenn diese frei verhandelt werden können. Diese könnten als wichtiger Wertindikator verwendet werden, wobei eine sorgfältige Analyse der Umstände erforderlich sei (vgl. Leverkus in Fleischer/Hütter, Rechtshandbuch der

Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Rn. 19.121 ff mwN; Rn. 19.140,19.141). Ein Vorerwerbspreis kann danach dann aussagekräftig sein, wenn die Transaktion im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erfolgt ist, der Kaufpreis sich als Ausgleich der widerstreitenden Interessen von Käufer und Verkäufer am Markt gebildet hat und von unveränderten Verhältnissen am Bewertungsstichtag auszugehen ist. Zudem muss der für einen Anteil am Unternehmen gezahlte Preis auf alle Anteile des Unternehmens hochgerechnet werden können (Leverkus, aaO, Rn. 19.4 ff).

Vorliegend wurden mit dem „Share Sale Agreement“ vom 18.06.2012 von mehreren Aktionären insgesamt 1.508.462 Aktien erworben, welches einem Anteil am Unternehmen in Höhe von 14,13 % entspricht. Dabei wurden sämtliche Verkäufer von der VM Vermögens-Management GmbH vertreten, die Verhandlungspartnerin der Antragsgegnerin war. Der Erwerb liegt in unmittelbarer zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag am 23.07.2012. Zwar wurde mit diesem Aktienpaket der für die beabsichtigte Durchführung des Squeeze-Out erforderliche Schwellenwert von 95 % erreicht, so dass die Annahme eines Paketzuschlags naheliegt. So liegt der verhandelte Kaufpreis ca. 13 % über dem als Untergrenze ermittelten Börsenkurs in Höhe von 28,65 €. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass hier durch die Bündelung der Verkäuferinteressen durch die VM Vermögens-Management GmbH davon ausgegangen werden kann, dass der Verkäuferseite eine angemessene Informationsgrundlage für die Preisbildung zur Verfügung stand und die Vertragsverhandlungen auf Augenhöhe erfolgen konnten. Es ist daher anzunehmen, dass sich der Kaufpreis als Ausgleich der widerstreitenden Interessen von Käufer und Verkäufer am Markt bilden konnte. Zudem ist angesichts der zeitlichen Nähe von unveränderten Verhältnissen am Bewertungsstichtag auszugehen ist.

Der Senat ist zudem vorliegend davon überzeugt, dass der derart verhandelte Kaufpreis keinen Paketzuschlag enthält. Denn es kann nicht festgestellt werden, dass allein ein nach der Ertragswertmethode ermittelter Unternehmenswert unterhalb dieses Preises hinreichend plausibel wäre. Vielmehr bestehen nach den weiteren Ermittlungen hinsichtlich des möglichen Ertragswertes keine begründeten Zweifel mehr, dass es sich bei dem, dem Erwerb vom 18.06.2012 zugrunde

gelegten Vorerwerbspreis um einen den wirklichen Wert des Unternehmens widerspiegelnden Marktwert handelt, der der Schätzung zugrunde gelegt werden kann.

Es kann daher auch dahinstehen, ob aus der Sicht der Antragsgegnerin diese den – nach ihrem eigenen Vortrag nach „zähem Ringen“ (Bl. 1776 d.A.) – zustande gekommenen Kaufpreis nur akzeptiert hat, weil sie damit die 95 % Schwelle überschreitet. Maßgeblich ist, ob dieser Preis dem Wert des Unternehmens entspricht. Dass dies vorliegend nicht der Fall gewesen sein sollte, ist nicht ersichtlich.

b) Der anteilige Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag beträgt unter Berücksichtigung der von dem Senat als vorzugswürdig angesehenen Verwendung des Raw-Betas im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes ergebenden Korrekturen nach der Ertragswertmethode 32,91 €. Dies spricht für die Angemessenheit des verhandelten Kaufpreises ohne Berücksichtigung eines Paketzuschlages.

Allerdings ist der Senat nach den weiteren Ermittlungen angesichts des erheblichen Einflusses durch die Wahl der Methode zur Bestimmung des Beta-Faktors als auch bezüglich der einem weiten Ermessen unterliegenden Wechselkursannahmen für die ewige Rente von der Geeignetheit der Ertragswertmethode als alleinige Schätzgrundlage nicht vollständig überzeugt. Ausgehend von den im wesentlichen tragfähigen Annahmen kann die Ertragswertberechnung vorliegend jedoch angesichts der ermittelten Bandbreite sowie des Umstandes, dass sowohl bei der Verwendung des raw-Betas als auch alternativ bei Beibehaltung des adjusted-Betas aber bei Fortschreibung der Wechselkurse der anhand des Ertragswertverfahrens ermittelte anteilige Unternehmenswert mit dem letzten Vorerwerbspreis praktisch vollständig übereinstimmt, zur Bestätigung des auf der Grundlage des Vorerwerbspreises geschätzten Unternehmenswertes berücksichtigt werden. Eine weitere Aufklärung des Ertragswertes etwa durch die Einholung eines Sachverständigengutachtens ist unter Berücksichtigung der bisherigen Verfahrensdauer, der entstandenen und noch entstehenden Kosten sowie des

Umstandes, dass angesichts der bei der vorliegenden Bewertung zu beachtenden vielfältigen Besonderheiten auch durch die Einholung eines Sachverständigengutachtens letztlich sich der allein „wahre“ Unternehmenswert nicht wird feststellen lassen, nicht veranlasst.

aa) Bei der Ertragswertmethode handelt es sich um eine geeignete, verfassungsrechtlich unbedenkliche Methode der Unternehmensbewertung, die trotz bestehender Unzulänglichkeiten zu Recht allgemein anerkannt ist und in der Rechtsprechung regelmäßig zur Überprüfung der Angemessenheit einer Abfindung herangezogen wird (ständige Rechtsprechung des Senats vgl. etwa Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15, juris Rn. 23; vgl. auch BVerfGE 100, 57; BGHZ 156, 57; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016 – 26 W 17/13, juris Rn. 32).

Die in dem Bewertungsgutachten der Ertragswertermittlung zugrunde gelegten Planzahlen und Parameter, die von der sachverständigen Prüferin bestätigt wurden, erweisen sich zunächst im Wesentlichen als tragfähig.

Der anteilige Ertragswert ergibt sich aus den mit dem Kapitalisierungszins diskontierten zukünftigen Erträgen der Gesellschaft zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Die zu diskontierenden Ergebnisse leiten sich wiederum aus den erwarteten Erträgen unter Berücksichtigung der geplanten Ausschüttungen sowie der hierauf jeweils zu entrichtenden persönlichen Steuern ab.

bb) Entgegen der Auffassung der Antragsteller bestehen auf der Grundlage des gebotenen, auf Widersprüchlichkeit und Plausibilität eingeschränkten gerichtlichen Überprüfungsmaßstabes zunächst keine durchgreifenden Bedenken gegen die im Übertragungsbericht ausgewiesenen geplanten zukünftigen Erträge.

aaa) Die Planung der zukünftigen Erträge beruhte zunächst auf einer regelmäßig gebotenen Vergangenheitsanalyse. Diese ist Grundlage für die Abschätzung künftiger Entwicklungen. Hiermit soll erreicht werden, dass die Prognose der künftigen Ertragsüberschüsse nicht losgelöst von der in der Vergangenheit

ausgewiesenen Ertragskraft der Gesellschaft ist. Zugleich soll aber auch eine unreflektierte Fortschreibung vergangener Entwicklungen in die Zukunft verhindert werden, weswegen regelmäßig – wie auch vorliegend – eine Bereinigung der Vergangenheitswerte um Sondereinflüsse vorgenommen wird (vgl. WP HandB 2008, Bd II Teil A, S. 51 f.). Vorliegend war zu berücksichtigen, dass das Geschäftsjahr 2010/2011 ein Rumpfgeschäftsjahr darstellte, welches nur 7 Monate abbildet. Das Geschäftsjahr 2011/2012 bildete zwar ein 12monatiges Inlandsgeschäft ab, das Auslandsgeschäft war jedoch mit 15 Monaten einbezogen. Auf die insoweit nur eingeschränkte Vergleichbarkeit wurde sowohl im Bewertungsgutachten als auch im Prüfbericht hingewiesen. Im Rahmen der Ableitung der Erträge der Detailplanungsphase zu den einzelnen Positionen wurde jeweils auf die entsprechenden Ertragszahlen aus der Vergangenheit eingegangen. Der von einigen Antragstellern erhobene Einwand, die Vergangenheitsanalyse sei ungenügend, greift daher schon nicht. Soweit die Vergangenheitsergebnisse teilweise bereinigt wurden, führte dies - bis auf das Jahr 2009/10 - zu einer Erhöhung des EBIT und wirkt damit grundsätzlich zugunsten der Antragsteller.

Unter Berücksichtigung der Bereinigungen bei einem Vergleich der Budgetzahlen mit den Ist-Zahlen der Jahre 2010/11 und 2011/12 für das EBITDA ergab sich nach den Feststellungen in dem Bewertungsgutachten lediglich eine Abweichung von den Planzahlen i.H.v. 0,91 % für das Geschäftsjahr 2010/11 und i.H.v. 2,94 % für das Geschäftsjahr 2011/2012, so dass sich auch die Planungstreue in der Vergangenheit feststellen lässt.

bbb) Gegen den Planungsprozess bestehen keine durchgreifenden Einwände. Es handelt sich insbesondere um eine eigene Planung der Antragsgegnerin hinsichtlich der Detailplanungsphase. Nach dem Vortrag der Antragsgegnerin, welcher im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht bestätigt wird, erfolgt die Budgetplanung für das nächste Geschäftsjahr zum Jahresende und basiert auf einem Forecast, der die tatsächliche Entwicklung der ersten 3 Quartale des laufenden Geschäftsjahres sowie eine Einschätzung über den Verlauf des 4. Quartals widerspiegelt. Nach Fertigstellung der Budgetplanung für das nächste Geschäftsjahr wird die mittelfristige Planung erstellt. Diese umfasst 2 weitere Geschäftsjahre, wobei der

gesamte Planungsprozess im März, also im letzten Monat des aktuellen Geschäftsjahres abgeschlossen ist. Die Planung für das Budget des folgenden Geschäftsjahres erfolgt grundsätzlich bottom-up. Dabei werden die Umsätze der ausländischen Gesellschaften in der jeweiligen Auslandswährung geplant. Die mittelfristige Planung für die Geschäftsjahre 2013/14 und 2014/15 wurde top-down von den zuständigen Mitarbeitern des Konzerncontrolling erstellt.

Dieser Planungsprozess ist nicht zu beanstanden. Soweit die Antragsteller zu 94) und 97) unter Bezugnahme auf Seite 29 des Gutachtens geltend gemacht haben, der Parteigutachter habe die Planung in Bezug auf das Geschäftsjahr 2011/12 angepasst, so handelt es sich hierbei nicht um eine Plananpassung, sondern um die zuvor dargelegte Bereinigung der Vergangenheitsergebnisse.

ccc) Die Einwände der Antragsteller gegen die in der Detailplanungsphase geplanten Erträge greifen nicht durch. Der Ertragsplanung liegt eine differenzierte Analyse der verschiedenen Inlands- und Auslandssegmente zugrunde, deren Feststellungen nicht zu beanstanden sind.

(1) Soweit die Antragsteller insbesondere geltend machen, dass die Planung der Umsatzerlöse kein hinreichendes Wachstum vorsehen und die Umsatzerlöse im Vergleich zu dem Jahr 2011/2012 im ersten Planjahr 2012/13 sinken würden, so ist diesem Einwand nicht zu folgen. Denn dieser pauschale Einwand lässt die unterschiedliche Gewichtung des In- und Auslandsgeschäfts außer Betracht.

So hatte die ANZAG im Geschäftsjahr 2011/12 mit 86,7 % den größten Teil ihrer Umsatzerlöse im Inland und nur mit 13,3 % im Ausland erwirtschaftet. Bezogen auf das EBITDA hat das Auslandsgeschäft allerdings mit einem Anteil von 47 % ein deutlich höheres Gewicht. Bei separater Betrachtung der jeweiligen Segmente kann eine unplausible, etwa zu pessimistische Planung der Umsatzerlöse nicht festgestellt werden.

(1.1) Für das Inlandsegment hat die Gesellschaft mit einem stabilen Marktanteil bei einem Anstieg des Marktvolumens von durchschnittlich 2 % geplant. Daraus ergibt

sich nach den Angaben im Bewertungsgutachten unter Berücksichtigung regionaler Besonderheiten in den jeweiligen Vertriebseinheiten ein Umsatzwachstum von 1,5 %. Dies entspricht dem von IMS Health für den deutschen Pharmamarkt prognostizierten Marktwachstum. Das für die Geschäftsjahre 2013/14 mit 3,49 % und für 2014/15 mit 2,01 % geplante Umsatzwachstum liegt damit jeweils über den prognostizierten Wachstumsraten für den Pharmamarkt und begegnet keinen Bedenken. Hinsichtlich des Rohertrags wird zunächst mit einer leichten Steigerung von 5,3 % auf 5,4 % sowie sodann mit einem Rückgang auf 5,2 % gerechnet. Hintergrund der geplanten Margenentwicklung sind die durch das AMNOG (Arzneimittelmarktneuordnungsgesetz) in 2 Stufen vorgeschriebenen Regelungen zur Preisbildung im Pharmagroßhandel. Bei der ANZAG wird mit ca. 87 % der weitaus größte Teil der Umsatzerlöse im Inland durch den Handel mit pharmazeutischen Produkten geplant.

Die Antragsgegnerin hat die Auswirkungen des AMNOG auf die Rohertragsmarge nachvollziehbar dargelegt. Danach sah die zum 01.01.2011 in Kraft getretene 1. Stufe des AMNOG für verschreibungspflichtige Arzneimittel einen Abschlag von 0,85 % des APU (Herstellerabgabepreis) vor. Dies habe bei der Gesellschaft aufgrund des gestiegenen Wettbewerbs und dem Verlust von Marktanteilen zu einer vergleichsweise geringen Rohertragsmarge im Geschäftsjahr 2011/2012 geführt. Im Zuge der 2. Realisierungsstufe zum 01.01.2012 wurde die Vergütungsstruktur der pharmazeutischen Großhändler umgestellt. Dies führte dazu, dass die Großhändler ihre Rabattkonditionen mit den Apotheken neu verhandeln konnten. Für das Geschäftsjahr 2012/2013 ging die ANZAG davon aus, ihre Rabattkonditionen entsprechend der gesetzlichen Neuregelung bei den Apotheken durchzusetzen, so dass mit einem Anstieg der Rohertragsmarge auf 5,4 % gerechnet wurde. Für die weiteren Geschäftsjahre hingegen wurde eine Verschlechterung der Rohertragsmarge angenommen, da im Zuge der gesetzlichen Neuregelung mit einer Intensivierung des Wettbewerbs gerechnet werde, der zu schlechteren Rabattkonditionen und damit zu Margeneinbußen führen würde. Diese Annahmen der ANZAG wurden von der sachverständigen Prüferin als plausibel bestätigt. Konkrete Einwände gegen diese Feststellungen wurden nicht erhoben.

(1.2) Auch die Planung der Erträge für das Auslandssegment ist nicht zu beanstanden. Soweit die Antragsteller insbesondere das zu geringe Wachstum im rumänischen Markt rügen, so greifen diese Einwände mit Blick auf die dabei zu berücksichtigenden Auswirkungen der Wechselkursumrechnung nicht durch.

Die Planung durch die ausländischen Tochtergesellschaften erfolgte zunächst in der Auslandswährung. Zudem war zu berücksichtigen, dass in das letzte Vergangenheitsjahr 2011/2012 für das Segment Auslandsgesellschaften ein 15 Monatszeitraum in das Umsatzergebnis eingegangen ist, so dass für das erste Plangeschäftsjahr 2012/13 sich rechnerisch ein Umsatzrückgang i.H.v. 18,6 % ergibt. Bei einer Umrechnung auf einen Zwölf-Monats-Zeitraum ergibt sich hingegen ein Wachstum von 1,7 %.

(1.2.1) Die ANZAG ist auf dem ausländischen Markt in Osteuropa durch ihre beiden Tochtergesellschaften Farm Expert (Rumänien) und ARMILA (Litauen) vertreten. Die Oktal, an welcher die Antragsgegnerin eine Minderheitsbeteiligung in Höhe von 49 % hält, ist auf dem kroatischen Markt tätig.

Bei der Planung der Auslandsumsätze wurde von einem originären Umsatzwachstum für das Segment Auslandsgesellschaften mit 6,6 % im Jahr 2012/13, welches bis zum Jahr 2014/15 auf 6,9 % ansteigt, ausgegangen. Dabei wurden die allgemeinen Markterwartungen für den rumänischen und litauischen Pharmamarkt, welcher für Rumänien mit 7,8% - 8,2 % und für Litauen mit 4,3 % - 4,9 % aufgrund von Marktstudien angenommen wird, zugrunde gelegt. Diese Annahmen die von der sachverständigen Prüferin bestätigt wurden, sind nicht zu beanstanden.

Dies gilt auch, soweit im Hinblick auf die Geschäftsentwicklung der Farm Expert in Rumänien mit einem leichten Rückgang der Rohertragsmarge von 10,4 % auf bis 9,1 % gerechnet wurde. Nach den Angaben im Bewertungsgutachten, die die sachverständige Prüferin bestätigt hat, beruhte die bislang relativ hohe Rohertragsmarge der Farmexpert insbesondere darauf, dass der rumänische Markt weniger stark reguliert ist als der deutsche. Auch in den benachbarten

osteuropäischen Ländern liegt die Rohertragsmarge der Pharmagroßhändler zum Teil deutlich unter der von Rumänien. Durch die auch für Rumänien zu erwartende fortschreitende Regulierung und den zunehmenden Wettbewerbsdruck rechnet die ANZAG allerdings mit einem Margenrückgang. Dieser fällt indes nur verhältnismäßig gering aus, da die Gesellschaft von einem im europäischen Vergleich niedrigen Konsumniveau in Rumänien ausgeht, aus welchem ein deutliches Wachstumspotenzial des Pharmamarktes abgeleitet werden könne. Diese Annahmen sind nachvollziehbar und nicht zu beanstanden.

Die sodann in der Planung lediglich mit 1,72 % Wachstum dargestellte Wachstumsrate für das Auslandsgeschäft ergibt sich insbesondere aus einer inflations- und risikobereinigten Umrechnung mit Wechselkurs-Forwardrates für Rumänien. Die Umrechnung der in litauischen Litas geplanten Umsätze der ARMILA Planungsrechnung für den litauischen Markt erfolgte mit festen Wechselkursen, da diese Währung bereits seit dem 02.02.2002 an den Euro angebunden war. Diese Vorgehensweise wurde von der sachverständigen Prüferin als sachgerecht bestätigt.

Währungseffekte können im Rahmen der Unternehmensbewertung grundsätzlich über zwei Alternativen berücksichtigt werden: Zum einen können die in Landeswährung erstellte Planungsrechnung bzw. die daraus abgeleiteten finanziellen Überschüsse mit länderspezifischen also ausländischen Kapitalkosten diskontiert werden (direkte Methode); der daraus ermittelte Unternehmenswert in Fremdwährung wird mit dem aktuellen Wechselkurs in Euro umgerechnet. Zum anderen kann die in Landeswährung erstellte Planungsrechnung mit den zukünftig erwarteten periodenspezifischen Wechselkursen in Euro umgerechnet werden und mit inländischen Kapitalkosten diskontiert werden (indirekte Methode) (vergleiche ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 11.09.2014, Bl. 1555 d.A.; Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttmann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rn. 12.33). Vorliegend wurde die Währungsäquivalenz über die indirekte Methode abgebildet. Dabei erfolgte auch entgegen der Auffassung des gemeinsamen Vertreters sowie einiger Antragsteller nach den Feststellungen der sachverständigen Prüferin keine

Doppelberücksichtigung des Länderrisikos. Länderrisiken, die politische und wirtschaftliche Risiken umfassen, wie innenpolitische oder zwischenstaatliche Konflikte oder der Konjunkturverlauf, das Zins- und/oder Inflationsniveau, sind in der Planung nicht enthalten. Die sachverständige Prüferin hat insoweit bestätigt, dass sich diese in der erwarteten Zahlungskraft der Fremdwährung, also in den Forward-Rates, widerspiegeln würden. Darüberhinaus hat die sachverständige Prüferin im Rahmen einer Alternativberechnung ergänzend statt der Umrechnung der Planungsrechnung mit Forward-Wechselkursen im Rahmen der Kapitalkosten eine Länderrisikoprämie angesetzt, welches nach dem IDW als alternativer Ansatz in Betracht kommt. Eine Doppelberücksichtigung lässt sich daraus nicht ableiten. Zudem führte die von der sachverständigen Prüferin durchgeführte alternative Berechnung nicht zu einem höheren Ertragswert.

Die Planung der Umsatzerlöse für das Auslandssegment lässt sich nach den weiteren Ausführungen der sachverständigen Prüferin in der ergänzenden Stellungnahme vom 11.01.2021 nachvollziehen. Die sachverständige Prüferin hat die Umsatzerlöse und den Rohertrag getrennt für das In- und Ausland dargestellt sowie gesondert die für Rumänien geplanten Umsatzerlöse und die Umrechnung abgebildet. Daraus ergibt sich, dass trotz der Planung mit steigenden Umsatzerlösen aufgrund der angenommenen Wechselkurse die in Euro in die Planung einfließenden Werte bezüglich der Umsatzerlöse rückläufig sind. Dies führt trotz Planung mit Umsatzwachstum entsprechend der Erwartungen der jeweiligen Märkte im Ausland insgesamt betrachtet nur zu einer geringeren Wachstumsrate.

(1.2.2). Gegen die Umrechnung mit Forward-Wechselkursen bestehen keine durchgreifenden Bedenken. Es handelt sich um eine in Literatur und Rechtsprechung zumindest auch anerkannte Umrechnungsmethode, ohne dass es aus betriebswirtschaftlicher Sicht derzeit einen als überlegen anzusehenden Ansatz gäbe. Vielmehr werden die theoretischen Ansätze zu den Wechselkursannahmen weiterhin kontrovers diskutiert (Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttmann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rn. 12.33; Ruiz des Vargas, AG 2017, R207ff; Schultheiss, AG 2017, R265 ff). In diesem Fall ist ausreichend, dass die der Planung zugrunde gelegten Annahmen plausibel sind. Dass die der

Planung zugrunde gelegten Forward-Wechselkurse - wie von einigen Antragstellern geltend gemacht - willkürlich seien, kann unter Berücksichtigung der Darlegungen der Antragsgegnerin, die durch die sachverständige Prüferin bestätigt wurden, nicht festgestellt werden.

Forward-Wechselkurse werden durch Devisentermingeschäfte bestimmt. Devisentermingeschäfte stellen verbindliche Vereinbarungen dar, eine Währung gegen eine andere Währung zu einem zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses vereinbarten Termin und festgelegten Forward- oder Termin-Wechselkurs zu tauschen. Dabei werden dem Grundgedanken der Zinsparitätentheorie folgend im Devisenmarktgleichgewicht die Vertragsparteien eines Devisentermingeschäfts dieses grundsätzlich so abschließen, dass sich keine Arbitragegewinne - d.h. risikolose Gewinne - für eine der beiden Vertragsparteien einstellen können.

Die Antragsgegnerin hat in diesem Zusammenhang ausgeführt, dass als Datenquelle der Finanzinformationsdienstleister Bloomberg herangezogen wurde. Die von Bloomberg bereitgestellten Forward- Wechselkurse würden die zum Bewertungsstichtag vorliegenden Kassa- Wechselkurse sowie die laufzeitspezifischen Zinsunterschiede zwischen den Zinsstrukturkurven der betrachteten Länder reflektieren. In diesen Zinsstrukturkurven schlagen sich auch allgemeine reale Zinserwartungen, Inflationserwartungen und die Erwartungen hinsichtlich der Ausfallrisiken der betrachteten Länder nieder. So würde das höhere inflationsbedingte Wachstum in Rumänien aber auch das gegenüber Deutschen Bundesanleihen höhere Ausfallrisiko rumänischer Staatsanleihen in der Berechnung des nachhaltigen Forward-Wechselkurses für Rumänien berücksichtigt.

Auch in der Rechtsprechung ist die Verwendung von Forward-Wechselkursen gebilligt, jedenfalls nicht beanstandet worden, auch wenn diese Frage bislang noch nicht häufig Gegenstand von Veröffentlichungen war (Popp/Ruthardt, aaO, Rn. 12.34 mwN). Das Landgericht München I hat in einer Entscheidung vom 28.04.2017 (AG 2017,501) die Verwendung von Forward-Wechselkursen ausdrücklich gebilligt. Es hat dabei den indirekten Ansatz als vorzugswürdig angesehen und den Ansatz

von Forward-Rates gegenüber dem Ansatz von konstanten Wechselkursen für methodisch überlegen erachtet. Das Landgericht Stuttgart hat die Verwendung von Forward-Rates nicht beanstandet (LG Stuttgart, Beschluss vom 17.09.2018 – 31 O 1/15, juris Rn 376). In der Entscheidung des Senats vom 17.01.2017 wurde eine Umrechnung mit durchschnittlichen Wechselkursen nicht beanstandet (21 W 37/12; AG 2017,626 Rn. 60).

Ob es sich bei der Verwendung von Forward-Rates um einen überlegenen Ansatz handelt, braucht nicht abschließend entschieden zu werden. Denn jedenfalls handelt es sich um eine grundsätzlich in der betriebswirtschaftlichen Literatur anerkannte Umrechnungsmethode, deren Verwendung nicht als unplausibel zurückgewiesen werden kann.

(1.3). Danach erweist sich die Ertragsplanung der Umsätze im In- und im Ausland insgesamt als plausibel.

(2) Entgegen der Kritik einzelner Antragsteller, dass der Materialaufwand im Ausland stark steigend geplant worden sei, erweisen sich die angesetzten Beträge als angemessen. Ein starker Anstieg kann angesichts des in der Detailplanungsphase ausgewiesenen Materialaufwands mit einem Anteil von 94,13 % ansteigend auf 94,34 % schon nicht festgestellt werden. Dieser erweist sich vielmehr als weitgehend stabil. Es erfolgt lediglich ein geringfügiger Anstieg um 0,2 %. Der Materialaufwand ist die wesentlichste Aufwandposition und umfasst neben den Aufwendungen für den Einkauf der pharmazeutischen Produkte auch Aufwendungen für den Einkauf von Fremdleistungen und Marktdaten. Der Einkaufspreis für die pharmazeutischen Produkte ist in Deutschland durch den Abgabepreis des pharmazeutischen Unternehmens (ApU) weitgehend determiniert. Der Materialaufwand kann deshalb nur in geringem Umfang über die Verhandlung von Zahlungsmodalitäten mit den Herstellern beeinflusst werden. Der Materialaufwand liegt für das Inland im Bereich von 94 % (94,06 % - 94,78 %) und für das Ausland in den Planjahren bei 90,67 % bis 90,89 %. Den leicht steigenden Materialaufwand hat die Antragsgegnerin mit dem steigenden Wettbewerbsdruck

und der fortschreitenden Regulierung der Märkte für pharmazeutische Produkte im Ausland plausibel begründet.

(3) Der von einigen Antragstellern über einen Vergleich des Personalaufwands aus dem Jahr 2009/2010 mit den Werten für 2012/2013 behauptete „sprunghafte“ Anstieg lässt sich der Planung des Personalaufwands nicht entnehmen. Maßgeblich ist zunächst als Ausgangspunkt der Planung das Ergebnis aus dem Jahr 2011/2012.

Im Bereich des Personalaufwands wurde im Detailplanungszeitraum insgesamt mit einer rückläufigen Personalaufwandsquote gerechnet. Es wird mit Werten in einer Bandbreite von 2,44 % bis 2,59 % niedriger als in der Vergangenheit beobachtet geplant. Dabei wurde aufgrund von geplanten Einsparungsmaßnahmen mit einer leicht rückläufigen Personalaufwandsquote gerechnet. Im Verhältnis zu den Umsatzerlösen zeigt sich der Personalaufwand im Ausland höher als im Inland. Ursächlich hierfür sei der vergleichsweise niedrige Grad der Automation bei den ausländischen Gesellschaften, der einen hohen Einsatz von Personal zur Folge habe, den auch die wesentlich niedrigeren Lohnkosten im Ausland nicht ausgleichen könnten. Aber auch im Ausland ist mit einer sinkenden Personalaufwandsquote geplant worden. Dass und inwieweit hier etwaige weitere Einsparungen möglich seien, ist nicht ersichtlich oder plausibel dargetan.

(4) Soweit vereinzelt pauschal der Einwand erhoben wurde, der Ansatz der sonstigen betrieblichen Erträge sei zu niedrig erfolgt, handelt sich schon um eine vernachlässigbare - Position in einem Umfang von etwa 0,75 % der Umsatzerlöse. Ein maßgeblicher Einfluss auf die Schätzung des Ertragswertes kann schon nicht festgestellt werden. Zudem wurde diese Position stabil steigend von 0,74 % auf 0,76 % geplant, während in der Vergangenheit Erträge zwischen 0,71 % und 0,95 % beobachtbar waren. Eine etwaige Unplausibilität dieses Ansatzes ist danach nicht ersichtlich.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen umfassen Kosten für den Fremdversand, Aufwendungen für Fremdleistung, EDV-Kosten,

Marketingaufwendungen, Gebäudekosten Instandhaltungskosten. Diese Kosten wurden im Detailplanungszeitraum mit einer stetigen, leicht rückläufigen Quote, die von 2,36 % der Umsatzerlöse auf 2,25 % der Umsatzerlöse absinkt, geplant. Konkrete Einwände in diesem Zusammenhang wurden nicht erhoben.

(5) Auch mit Blick auf die sich nach der Planung ergebenden EBITDA-Margen zwischen 1,62 % und 1,69 % kann eine etwa zu pessimistische Planung nicht festgestellt werden. Denn diese mittelfristig erwarteten Margen liegen am oberen Ende der Bandbreite der Margen von 1,25 % bis 1,75 %, die sich in der Vergangenheit gezeigt hatten. Der von Antragstellerseite erhobene Einwand, die EBITDA-Margen seien unplausibel, da diese für alle Planjahre unter dem Wert von 1,7 % des Jahres 2009/2010 gelegen hätten, verfängt nicht, da diese Argumentation nur den höchsten Wert herausgreift.

Entsprechendes gilt auch bei Betrachtung der EBIT-Margen. Hinsichtlich des EBIT steigt im Inland die Marge von 0,7 % im Geschäftsjahr 2011/2012 auf 1,02 % am Ende des Detailplanungszeitraums. Für die ausländischen Gesellschaften zeigt sich ein - leicht - rückläufiger Trend aufgrund des erwarteten Rückgangs der Rohertragsmargen von 5,0 % auf 4,6 %. Auf Gruppenebene ergibt sich danach eine relativ stabile EBIT-Marge die sich im Planungszeitraum zwischen 1,33 % und 1,42 % der Umsatzerlöse bewegt und somit in der Bandbreite von 1,0 % bis 1,49 % liegt, die in der Vergangenheit beobachtet worden war. Dies ist nicht zu beanstanden.

(6) Soweit die Antragstellerin zu 17) die Bereinigungen der Abschreibungen pauschal als unklar gerügt hatte, so wurden diese im Prüfbericht ausführlich erläutert. Zudem ist das EBIT nach der Bereinigung hinsichtlich der Abschreibungen höher als ohne die Bereinigung. Die Abschreibungen betreffen zudem nur einen ganz geringfügigen Anteil im Verhältnis zu den Umsatzerlösen. Sie werden als leicht rückläufig geplant und reduzieren sich von 0,29 % in den Planjahren 2012/13 und 2013/14 auf 0,28 % im Planjahr 2014/15. Zudem sind nach den Angaben im Bewertungsgutachten allein Erhaltungsinvestitionen im In- und Ausland geplant.

(7) Soweit der A-St. zu 97) gerügt hat, dass der Rückgang des Beteiligungsergebnisses für die Oktal von ca. 1,3 Millionen Euro in den Jahren 2008 bis 2010 auf 833.000 Euro im Jahr 2012/13 nicht plausibel sei, blendet er den davor liegenden Zeitraum und insbesondere das Beteiligungsergebnis zum Jahresende 2011 aus, welches 797.000 € betragen hat. Das Beteiligungsergebnis beinhaltet den Gewinnanteil aus der Beteiligung an der Oktal (Minderheitsbeteiligung, Kroatien), welcher im Detailplanungszeitraum konstant mit 833.000 € geplant wurde. Eine separate Bewertung des Unternehmenswerts der Oktal ist nicht erforderlich, da die Erfassung von Beteiligungsgesellschaften im Beteiligungsergebnis allgemein anerkannt ist. Die Beteiligung an der Syniq GmbH wurde wegen einer Verkaufsabsicht als Sonderwert abgebildet.

(8) Unter Berücksichtigung der weiteren ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin erweisen sich die Einwände der Antragsteller gegen das Finanzergebnis als unbegründet. Insbesondere ist auch die Annahme der Gesellschaft bezüglich der sog. Innenfinanzierung, nach der Überschüsse nicht thesauriert sondern zum Schuldenabbau zur Verbesserung der Verschuldungsquote der ANZAG eingesetzt werden sollen, nicht zu beanstanden. Diese unterliegt als unternehmerische Entscheidung zudem nur einer eingeschränkten Überprüfung.

Gegenstand des Finanzergebnisses sind das Zinsergebnis, Gebühren für die Inanspruchnahme der Factoringlinie und Gewinnzuweisungen an Minderheitsgesellschafter und stille Gesellschafter.

Nach dem Bewertungsgutachten wurde das Zinsergebnis ausgehend vom Vermögensstatus der Gesellschaft zum 31.03.2012 weiterentwickelt. Als Zinssatz für die Zinserträge und Zinsaufwendungen sei der Basiszinssatz zugrunde gelegt worden. Die geplanten Zinsaufwendungen basieren auf der Verzinsung von Schuldscheindarlehen und Pensionsverpflichtungen sowie Diskontierungsgebühren für das Factoring.

Soweit u.a. der Antragsteller zu 96) gerügt hat, dass sich bei dem Zinsergebnis die Thesaurierung nicht wieder finde, so hat die Antragsgegnerin dargelegt, dass die thesaurierten Beträge sowohl zum Schuldenabbau als auch zur Deckung des Finanzierungsbedarfs aus dem operativen Geschäft - wie beispielsweise den von der Gesellschaft geplanten Investitionen in das Anlage- und Umlaufvermögen - zur „Innenfinanzierung“ verwendet wird. Ohne die Thesaurierung hätte sich die ANZAG zur Deckung des operativen Finanzierungsbedarfs weiter verschulden müssen, was unter sonst gleichen Bedingungen zu einer Verschlechterung der Kapitalstruktur und des Zinsergebnisses geführt hätte. Es handelt sich dabei um eine unternehmerische Entscheidung bezüglich der Mittelverwendung, die nur einer Vertretbarkeitskontrolle unterliegt.

Unter Berücksichtigung der in der ergänzenden Stellungnahme vom 17.04.2020 dargestellten Finanzplanung (Bl. 2263 d.A.) sowie den ergänzenden Ausführungen der sachverständigen Prüferin in der mündlichen Verhandlung zum Aufbau des Working Capitals in den Jahren 2013/2014 und 2014/2015 ist der der Planung zugrundeliegende Schuldenabbau mit einer Rückführung der Verschuldensquote von 100 % auf 49 % in der ewigen Rente nunmehr nachvollziehbar dargelegt. Insoweit ist die von der Gesellschaft geplante Innenfinanzierung nicht zu beanstanden.

Die ANZAG, die eine Verschuldensquote von 100 % aufwies, hat diese ausweislich der Darstellung auf Seite 6 der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 11.01.2021 im Verlauf der Detailplanungsphase bis zur ewigen Rente auf 49 % zurückgeführt. Dabei ist der nunmehr für die Detail- und Grobplanungsphase dargestellten Entwicklung der Nettofinanzverbindlichkeiten (Bl. 2263 d.A.) eine Rückführung der Finanzverbindlichkeiten in einem Umfang von 30 Millionen Euro entsprechend der Annahme der Innenfinanzierung für das Planjahr 2013/2014 sowie die Planjahre ab 2016/17 zu entnehmen. Hinsichtlich des Planjahres 2014/2015 wurde zwar nur mit einem Rückgang der Finanzverbindlichkeiten infolge der Innenfinanzierung in Höhe von lediglich 3 Millionen geplant. Hierzu hat die sachverständige Prüferin im Rahmen der Anhörung ausgeführt, dass in diesem Planjahr zusätzlich der Aufbau des Working Capitals

erfolgt war, welcher dem operativen Geschäft geschuldet war und zu einem entsprechenden Umsatzwachstum geführt hat.

Der Anstieg der Finanzverbindlichkeiten im Planjahr 2015/2016 ist nach den Ausführungen der sachverständigen Prüferin auf den geplanten Erwerb des rechtlichen Anteils von 20% an der ausländischen Farmexpert zurückzuführen.

Soweit die Antragsteller zu 25) und 26) rügen, der nicht ausgeschüttete Ergebnisanteil sei ausweislich der Darstellung der sachverständigen Prüferin in der ergänzenden Stellungnahme vom 27.04.2020 gerade nicht zum Schuldenabbau verwendet worden, so verkennen diese, dass es sich bei den in der Darstellung angegebenen (Gesamt-) Nettoverbindlichkeiten bereits um die Nettoverbindlichkeiten nach der Verrechnung mit der Thesaurierung handelt.

Nicht zu beanstanden ist weiterhin, dass bei den Zahlungsmitteln der Sicherheitseinbehalt für verkaufte Forderungen nicht berücksichtigt wurde. Hierzu hat die sachverständige Prüferin im Rahmen der Anhörung dargelegt, dass von der Liquidität der Forderungen und einem entsprechenden Rückfluss an die Gesellschaft ausgegangen wurde. Diese Annahme wirkt ohnehin ertragswertsteigernd.

In diesem Zusammenhang ist schließlich auch die Berücksichtigung der Factoringlinie als Finanzverbindlichkeit nicht zu beanstanden. Die sachverständige Prüferin hat insoweit den Vortrag der Antragsgegnerin bestätigt, dass die ANZAG sich ohne Inanspruchnahme des echten Factorings die notwendige Liquidität über die Aufnahme eines Darlehens hätte beschaffen müssen. Die ANZAG hatte das echte Factoring bereits in der Vergangenheit, wie aus dem Konzernlagebericht für das Geschäftsjahr 2011/12 hervorgeht, als kurzfristiges Finanzierungsmittel genutzt. Dem echten Factoring kommt nach den Darlegungen der sachverständigen Prüferin insoweit Finanzierungscharakter zu.

Die Berücksichtigung der Factoringlinie in Höhe von 180 Millionen Euro bei den kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten ist danach nicht zu beanstanden. Ohne die

aus dem Verkauf der Forderungen resultierenden Erlöse wäre der Finanzbedarf der ANZAG über andere Finanzierungsmittel zu gewährleisten gewesen. Ein Unterschied in der Finanzstruktur würde sich daraus nicht ergeben. Bezüglich der Erhöhung der Factoringlinie von 130 Millionen Euro auf 180 Millionen Euro im ersten Planjahr 2012/2013 wurden nach den Ausführungen der Sachverständigen Prüferin in der ergänzenden Stellungnahme vom 11.01.2021 zudem bei der Planung im Gegenzug für die Berücksichtigung der Factoringlinie die Forderungen aus Lieferung und Leistung jeweils um den entsprechenden Betrag erhöht.

Insoweit greift auch der Einwand der Antragsteller zu 25) und 26) bezüglich des Auslaufens des Factoring-Rahmenvertrages zum 31.03.2017 nicht durch. Denn entweder wäre dieser Vertrag zu verlängern oder alternativ eine Darlehensaufnahme in entsprechender Höhe erforderlich, ohne dass sich eine relevante Änderung der Finanzstruktur ergeben würde.

Ausgehend von den Annahmen der Innenfinanzierung und der Berücksichtigung des Factorings bei den kurzfristigen Finanzverbindlichkeiten sind die im Rahmen der Planung des Finanzergebnisses angesetzten Zinserträge und Aufwendungen nicht zu beanstanden. Insoweit waren beim Zinsergebnis auch die Gebühren für die Inanspruchnahme des Factorings zu berücksichtigen.

cc) Die ausgehend von der Detailplanungsphase und unter Berücksichtigung der nunmehr offengelegten Grobplanungsphase erfolgte Ableitung des Ergebnisses vor Zinsen und Ertragssteuern (EBIT) für den Zeitraum der ewigen Rente ist im Ausgangspunkt ebenfalls nicht zu beanstanden. Zwar ergibt sich ein nicht unerheblicher Rückgang des EBIT in der Phase der ewigen Rente. Dieser ist aber letztlich unter Berücksichtigung der bei der Planung angenommenen Entwicklung des rumänischen Marktes sowie aufgrund der sich aus der Währungsumrechnung ergebenden Effekte bezüglich der Umsatzplanung im Grundsatz nachvollziehbar dargelegt. Es verbleiben aber Zweifel an den Wechselkursannahmen, die die Überzeugungskraft des Ertragswertes als Schätzgrundlage mindern.

Soweit die Antragsteller den Umsatzrückgang zunächst als nicht nachvollziehbar gerügt haben, wird von diesen entsprechend den Einwänden in der Detailplanungsphase wiederum nicht hinreichend zwischen der Entwicklung des In- und Auslandsgeschäfts differenziert.

(1) Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses wurde der Detailplanungszeitraum zunächst um einen Zeitraum von 4 Jahren ergänzt. Damit sollte zum einen das über die nachhaltige Wachstumsrate hinausgehende erwartete stärkere Wachstum der Auslandsgesellschaften nach dem Jahre 2014/2015 abgebildet werden. Zudem wurde insbesondere für das rumänische Großhandelsgeschäft mit einem Absinken der EBITDA-Margen aufgrund fortschreitender Reglementierung der Arzneimittelmärkte gerechnet. Die entsprechende Entwicklung bereits in der Vergangenheit ist in dem Bewertungsgutachten nachvollziehbar dargelegt. Dass dieses auch bezüglich des vergleichsweise hohen Margenniveaus in Rumänien zukünftig anzunehmen ist, ist nach dem Bewertungsgutachten mit bereits erfolgten, ersten regulatorischen Maßnahmen zu begründen. Insoweit wurde in der Grobplanungsphase die EBITDA-Marge des Auslandsgeschäfts von ca. 5,2 % auf nachhaltig 2,4 % abgeschmolzen, welches dem durchschnittlichen Niveau der EBITDA-Marge für die osteuropäischen Länder in der jüngeren Vergangenheit entspricht. Diese für den Senat nachvollziehbaren Annahmen wurden von der sachverständigen Prüferin als plausibel bestätigt.

Insoweit greift auch der Einwand des Antragstellers zu 56), es gebe bereits regulative Maßnahmen wie ein Referenzpreissystem sowie eine Regelung der Großhandelsmargen in Rumänien nicht durch. Denn bei der Planung wurde berücksichtigt, dass schon regulatorische Maßnahmen ergriffen wurden. Es wurde allerdings davon ausgegangen, dass weitere Maßnahmen in diesem Bereich zu erwarten sind. Diese Annahme ist vor dem Hintergrund des hohen Margenniveaus in Rumänien und dem Vergleich zu den anderen osteuropäischen Ländern durchaus plausibel.

Die Ableitung der nachhaltigen EBITDA-Marge für das Inlandsgeschäft wurde auf der Basis des letzten Detailplanungsjahres 2014/2015 in der Grobplanungsphase

in Höhe von 1,27 % fortgeschrieben. Hinsichtlich der Umsatzerlöse wurde in der Grobplanungsphase ein Umsatzwachstum von 1,5 % - entsprechend dem angenommenen Wachstumsabschlag - angenommen. Dies ist nicht zu beanstanden.

(2) Für die Darstellung im Rahmen des Bewertungsgutachten wurden die so ermittelten Ergebnisbeiträge barwertäquivalent in ein für die Jahre 2015/16 ff. nachhaltig anzusetzendes Ergebnis (Annuität) umgerechnet. So ergab sich für das Auslandsgeschäft bei annuitätischer Betrachtung eine nachhaltige EBITDA-Marge in Höhe von 2,84 %. In der Betrachtung auf Konzernebene resultiert aus den Annahmen für die Entwicklung des Inlands- und des Auslandsgeschäfts eine nachhaltige EBITDA-Marge in der ewigen Rente in Höhe von 1,4 %. Aufgrund der stetig abnehmenden Forward- Wechselkurse liegen die als Annuität abgebildeten Umsätze und Ergebnisse in Euro für die Jahre 2015/16 ff. insgesamt unter dem letzten Planjahr 2014/15.

Insoweit greifen die hiergegen von Antragstellerseite erhobenen Einwände vor dem Hintergrund des sich aus der Wechselkursumrechnung ergebenden besonderen Effektes im Ausgangspunkt nicht durch. Der in der ewigen Rente zu konstatierende Umsatzrückgang beruht im Wesentlichen auf den sich nach der Umrechnung anhand eines für die ewige Rente geschätzten Forward-Wechselkurses ergebenden – sinkenden – Auslandserträgen.

Allerdings bleibt die Ableitung des Forward-Wechselkurses in der ewigen Rente auch nach den ergänzenden Darlegungen der sachverständigen Prüferin zumindest insoweit mit Zweifeln behaftet, als dass alternative Berechnungen sich gleichermaßen als plausibel erweisen würden und gleichzeitig zu einem deutlich höheren Ertragswert führen würden.

(2.1) Zunächst greift der erstinstanzlich erhobene Einwand der Antragsteller zu 51), 52), 87) und 88), spätestens in der ewigen Rente könne nicht mehr mit Forward-Wechselkursen gerechnet werden, da Rumänien den Beitritt zur Eurozone für 2015 bzw. 2017 avisiert habe, nicht durch. Denn es kann nicht festgestellt haben, dass

zum Bewertungsstichtag mit hinreichender Verbindlichkeit mit diesem Beitritt und damit mit einem festen Wechselkurs hätte gerechnet werden können. Die Antragsgegnerin hat insoweit nachvollziehbar dargelegt, dass Rumänien den Termin für den geplanten Beitritt zur Eurozone bereits zuvor mehrmals abgesagt und verschoben hatte. Im Mai 2013 habe der rumänische Staatschef einen Beitritt für 2017 avisiert, während der rumänische Premier einen Beitritt 2019 für realistisch gehalten habe. Im derzeitigen Konvergenzabkommen zwischen Rumänien und der EU sei kein konkreter Zeitplan vereinbart worden. Aus der maßgeblichen ex-ante Betrachtung hätte daher nicht mit festen Wechselkursen gerechnet werden können.

Vor diesem Hintergrund ist die Annahme der Gesellschaft, der Beitritt Rumäniens zur Eurozone sei nicht hinreichend konkret gewesen, nicht zu beanstanden. Zwar mag ein Beitritt für einen innerhalb der ewigen Rente liegenden Zeitpunkt als denkbar anzusehen gewesen sein. Dies führt aber nicht dazu, dass die Umrechnung der Erlöse mit einem – zum Bewertungsstichtag ebenfalls nicht sicher vorhersehbaren – festen Umrechnungskurs hätte erfolgen müssen. Denn es handelt sich um die bloße Möglichkeit einer Änderung der Verhältnisse in der Zukunft. Dabei ist auch zu konstatieren, dass die Frage des möglichen Zeitpunktes des Beitritts Rumäniens zur Eurozone auch aktuell weiterhin ungewiss ist. Aus damaliger Sicht ist die weitere Planung mit Forward-Wechselkursen nicht zu beanstanden.

(2.2) Die Ableitung der Forward-Wechselkurse begegnet nach den ergänzenden Darlegungen der sachverständigen Prüferin keinen durchgreifenden Bedenken mehr, wenngleich andere Annahmen nicht weniger überzeugend sind. Insoweit hat die sachverständige Prüferin die für die Detail- und Grobplanungsphase herangezogenen, für Rumänien beobachtbaren Forward-Wechselkurse des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg im Einzelnen dargestellt. Hinsichtlich der Ableitung für die ewige Rente hat sie entsprechend der Annahmen in dem Bewertungsgutachten den nachhaltigen Forward-Wechselkurs auf der Basis der Zinsparitätentheorie unter Ansatz der Risiko- und Inflationsdifferenzen zwischen den beiden Ländern Rumänien und Deutschland angesetzt, die sich in den Zinsstrukturkurven der beiden Länder widerspiegeln (S. 8 der ergänzenden

Stellungnahme vom 11.01.2021). Dabei wurde als Ausgleich für die konzerneinheitliche angenommene Wachstumsrate in Höhe von 1,5 % das nominale auf Basis der Inflationserwartungen für Rumänien prognostizierte Wachstum in Höhe von 3,0 % auf 1,5 % reduziert, was sich im Übrigen zugunsten der Antragsteller auswirkt. Mit dem danach verbleibenden Differential in Höhe von 2,54 % wurde die jährliche Abwertung der Forward-Wechselkurse nach dem letzten (Grob-) Planjahr 2018/2019 angesetzt. Dies ergibt bei annuitätischer Betrachtung einen barwertäquivalent angesetzten Wechselkurs von 9,09.

Diese Ableitung ist nachvollziehbar und kann unter Berücksichtigung des auch von dem IDW dem Bewertungsgutachter bei dieser Frage eingeräumten eigenständigen Bewertungsansatz zumindest nicht als unplausibel zurückgewiesen werden. Nach der Empfehlung des IDW in einem Fragen und Antwort Katalog zur praktischen Anwendung des IDW S1 i.d.F. 2008 vom 25.12.2012 darf der Wirtschaftsprüfer in der ewigen Rente grundsätzlich die Annahmen für die Entwicklung der erwarteten Wechselkurse eigenständig treffen. Eine Abwertung in einem Bereich von 2,54 % ist zudem auch während des Detail- und Grobplanungszeitraums beobachtbar gewesen. Die sachverständige Prüferin hat die Ableitung mit einer alternativ durchgeführten Berechnung durch den Ansatz einer Länderrisikoprämie bei den Kapitalkosten plausibilisiert, bei der sich ein niedriger Unternehmenswert ergeben hätte.

Allerdings ist zu berücksichtigen, dass auch eine Fortschreibung der Forward-Wechselkurse in Betracht zu ziehen gewesen wäre. Eine solche Annahme wird in der Literatur als naheliegender und pragmatischer Ansatz bestätigt und folgt der allgemein akzeptierten Annäherungslösung, die für das Problem der Anschlussverzinsung bei der Ermittlung des Basiszinssatzes herangezogen wird (Creutzmann/Spiess/Stellbrink, DB 2018,2381,2385; Ruiz de Vargas in: Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 1667). In diesem Fall hätte sich nach der weiteren Berechnung der sachverständigen Prüferin vom 15.06.2021 ein Ertragswert – bei Beibehaltung der übrigen Parametern – in Höhe von 32,87 € ergeben, der wiederum fast vollständig mit dem Vorerwerbspreis übereinstimmt. Gleichzeitig vermochte die sachverständige Prüferin auch im

Rahmen ihrer mündlichen Anhörung vor dem Senat keinen zwingenden Grund anzugeben, weshalb von einer Fortschreibung der Wechselkurse in der ewigen Rente abgesehen wurde.

(2.3) Ausgehend von den sich aus der Wechselkursumrechnung ergebenden Effekten ist die Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses im Übrigen nicht zu beanstanden.

Dies gilt auch für den weiteren Einwand einiger Antragsteller, es werde nicht berücksichtigt, dass lukrative ausländische Märkte in weiteren Schwellenländern nachwachsen, auf denen die Gesellschaft tätig werden könne. Denn insoweit hat die Antragsgegnerin zur Frage der Geschäftsausweitung dargelegt, dass zum Bewertungsstichtag nach der Planung der Gesellschaft keine Ausweitung des Geschäfts auf andere Länder vorgesehen gewesen sei.

dd) Gegen den Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung in der ewigen Rente in Höhe von 1,5 % bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital bestehen keine Bedenken.

Der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung ist grundsätzlich nicht zu beanstanden (vgl. Senat, Beschluss vom 08.09.2020 – 21 W 121/15, juris Rn. 91 und Beschluss vom 17.01.2017 – 21 W 37/12, juris Rn. 91, 92; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 181). Dieser dient regelmäßig dazu, unter Berücksichtigung des nachhaltigen Gewinnwachstums eine nachhaltig konstante Kapitalstruktur zu Marktwerten, d.h. einem konstanten Verschuldungsgrad der Gesellschaft sicherzustellen. Denn auch bei einer nachhaltigen fiktiven Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse, d.h. inklusive der Wertbeiträge aus (kapitalwertneutraler) Thesaurierung, unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen. Dieser kann im Rahmen eines vereinfachenden Ansatzes jedenfalls dann durch Multiplikation der Wachstumsrate mit dem bilanziellen Eigenkapital als sinnvolle Näherung ermittelt werden, wenn aufgrund der Struktur des Aktivvermögens von einem Wachstum aller Aktivposten mit der Wachstumsrate in der ewigen Rente

ausgegangen werden kann (Senat, Beschluss vom 08.09.2020 – 21 W 121/15 juris Rn. 91). Dass dies vorliegend nicht der Fall sein sollte, ist nicht ersichtlich und nicht dargetan.

Die Höhe des bilanziellen Eigenkapitals hat die sachverständige Prüferin nunmehr im Rahmen der ergänzenden Stellungnahme vom 17.04.2020 in Höhe von 496.772.000 € dargestellt. Einwände in diesem Zusammenhang wurden nicht erhoben. Dass das bilanzielle Eigenkapital vorliegend um den Buchwert des Geschäfts- oder Firmenwertes zum Ende der Detailplanungsphase (Goodwill) gemindert wurde, ist ebenfalls nicht zu beanstanden und wird von Antragstellerseite auch nicht gerügt.

Soweit einige Antragsteller in diesem Zusammenhang erstinstanzlich gerügt hatten, es sei eine doppelte wachstumsbedingte Thesaurierung in der ewigen Rente ab 2015/2016 vorgenommen worden, beruht dieser Einwand auf der verkürzten Darstellung in dem Bewertungsgutachten ohne die Grobplanungsphase. Im Bewertungsgutachten ist in der nachhaltigen Phase ab 2015/16 neben der wachstumsbedingten Thesaurierung in Höhe von ca. 5,5 Millionen € auch ein Thesaurierungsbeitrag zur Innenfinanzierung in Höhe von weiteren ca. 6 Millionen € ausgewiesen. Hierbei handelt es sich um den Thesaurierungsbeitrag aus der Grobplanungsphase der in eine entsprechende Annuität umgerechnet wurde.

ee) Gegen die Annahme der Ausschüttungsquoten in der Detailplanungsphase und der ewigen Rente bestehen keine Bedenken. Dabei ist die Ausschüttungsquote in der Detailplanungsphase am individuellen Unternehmenskonzept, in der Phase der ewigen Rente an dem Ausschüttungsverhalten der Alternativenanlage zu orientieren (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rn. 457, 558, 559).

In der Detailplanungsphase ist eine Ausschüttung in Höhe von 1 € je Aktie vorgesehen. Diese Ausschüttungsannahme wurde von den Bewertungsgutachtern für den erweiterten Planungszeitraum bis 2018/19 fortgeführt. Die Ausschüttungsquote beträgt danach ca. 25 % des Jahresüberschusses, so dass ca. 75 % zur Innenfinanzierung der Gesellschaft thesauriert und – überwiegend - zum

Schuldenabbau verwendet werden. Diese Annahme ist, wie im Zusammenhang mit der Darstellung des Finanzergebnisses ausgeführt, nicht zu beanstanden.

Ab dem nachhaltigen Planjahr 2019/20 wurde eine Ausschüttungsquote in Höhe von 49 % angesetzt, die sich am historischen Ausschüttungsverhalten börsennotierter mit der ANZAG vergleichbarer Unternehmen ableitet. Es handelt sich dabei um eine marktorientierte Ausschüttungsquote, welche im mittleren Bereich der regelmäßig anzunehmenden Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % liegt, und keinen Bedenken begegnet. Dies führt in der Darstellung der ewigen Rente für die Jahre 2015/16 ff (unter Einbezug der Grobplanungsphase) zurückgerechnet zu einer einheitlichen Ausschüttungsquote in Höhe von 42,9 %.

Die auch in diesem Zusammenhang von einigen Antragstellern erhobenen Einwände greifen nicht durch. Diese hatten u.a. geltend gemacht, die hohen Thesaurierungen hätten nicht zu Wertsteigerungen geführt. Der Verschuldungsgrad und damit das verschuldete Beta sei in den Planjahren nicht gesunken, das Zinsergebnis habe sich nicht wesentlich verändert. Dieses Vorgehen könne nicht sachgerecht sein. Insoweit seien den Antragstellern weitere Ergebnisbeiträge zuzurechnen.

Nach den ergänzenden Stellungnahmen der sachverständigen Prüferin vom 17.04.2020 und 11.01.2021 lässt sich der sinkende Verschuldungsgrad der Gesellschaft jedoch – wie dargelegt – nachvollziehen. Soweit etwa insbesondere die Antragsteller zu 37) und 38) zunächst zutreffend die mangelnde Darlegung gerügt haben, ist dieser Einwand nunmehr zurückzuweisen. Nach den ergänzenden Stellungnahmen der sachverständigen Prüferin wurden auch keine weiteren Einwände mehr erhoben. Soweit etwa erstinstanzlich ausgeführt wurde, dass es nicht zu außergewöhnlichen Veränderungen der Verschuldensquote gekommen sei, so kann dieser Einwand angesichts der dargelegten Rückführung der Verschuldensquote von 100 % auf 50 % nun nicht mehr nachvollzogen werden. Da die Überschüsse zur Rückführung der Verschuldung genutzt wurden und als solche nicht im Unternehmen verblieben sind, sind diese entgegen den Ausführungen des

Antragstellers zu 56) (Bl. 2381 d.A.) nicht als den Aktionären zuzurechnende Wertbeiträge aus Thesaurierung zu berücksichtigen.

Soweit wiederum bemängelt wurde, dass die ANZAG in der Vergangenheit keinerlei Ausschüttungen vorgenommen hätte und die Ausschüttungsannahme in der Detailplanungsphase danach unplausibel sei, so greift auch dieser Aufwand nicht durch. Die Antragsgegnerin hat im Rahmen der Antragsrwiderrung dargelegt, dass in den Jahren vor 2010 regelmäßig Dividendenausschüttungen erfolgt seien und nur in den Zeiten der allgemeinen Finanzkrise und der Unsicherheit über die Entwicklung der Regulierung des Arzneimittelmarktes vorübergehend keine Ausschüttungen erfolgt wären. Für die Detailplanungsphase seien die Ausschüttungsquoten Teil der Unternehmenspolitik gewesen. Diese Darlegung wird durch die Angaben in dem Übertragungsbericht bestätigt. Zwar wurde in den Jahren 2009/2010 bis 2011/2012 keine Dividende gezahlt. Im Jahr 2008/2009 betrug die Dividende allerdings 1,10 € je Aktie. Ausgehend von der Ausschüttungspolitik vor der Finanzkrise, erweist sich die Ausschüttungsquote in Höhe von ca. 25 % in der Detailplanungsphase jedenfalls nicht als unplausibel.

ff) Der – übliche - Einwand einiger Antragsteller, die Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern bei der Unternehmensbewertung sei problematisch, ist nicht durchgreifend. Es handelt sich hierbei um eine übliche, in der Bewertungspraxis anerkannte und von der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung regelmäßig gebilligte Annahme, die auch den Empfehlungen des IDW (S1 2008, Tz 28-31,43 ff) entspricht (OLG Stuttgart, ZIP 2013,2201, Rn 113 nach Juris).

gg) Die ausgeschütteten Erträge sind mit dem Kapitalisierungszins zu diskontieren. Dieser setzt sich zusammen aus dem quasi risikolosen Basiszins (aaa) zuzüglich des unternehmensindividuellen Risikozuschlags (bbb) und abzüglich eines Wachstumsabschlags (ccc) in der ewigen Rente. Gegen die in diesem Zusammenhang getroffenen Annahmen im Bewertungsgutachten bestehen bis auf die Annahmen zum Beta-Faktor keine Bedenken. Insbesondere ist nach der

ständigen Rechtsprechung des Senats die Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % für den Bewertungsstichtag nicht zu beanstanden.

aaa) Zunächst bestehen gegen die Ableitung des Basiszinssatzes keine Bedenken. Die Bewertungsgutachter und die sachverständige Prüferin haben den Basiszins – methodisch bedenkenfrei – auf der Basis eines Durchschnitts über drei Monate anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank abgeleitet. Dabei wurde ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszins von – abgerundet – 2,25 % (tatsächlich 2,33 %) ermittelt (Gutachten S. 21,80, Prüfbericht S. 43). Dieses Vorgehen entspricht dem üblichen Vorgehen in der Praxis und der ständigen Rechtsprechung des Senats (vgl. hierzu OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Juni 2010 – 5 W 39/09, juris; Senat, Beschluss vom 5. Dezember 2013 – 21 W 36/12, juris Rn. 72 ff).

Soweit von den Antragstellern zutreffend auf die mögliche Veränderung des Basiszinssatzes zwischen Prüfzeitpunkt und Bewertungsstichtag hingewiesen wurde, so hat die Antragsgegnerin dargelegt, dass der Basiszinssatz auf 2,392 % gestiegen war (Bl. 1367 d.A.). Die Berücksichtigung des Basiszinssatzes in Höhe von 2,25 % erfolgte daher zugunsten der Antragsteller.

bbb) Der Basiszins ist um einen nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzenden Risikozuschlag zu erhöhen, da bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentliche Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 – 20 W 14/08, juris Rn. 245). Die Höhe des Risikozuschlags wird der gefestigten oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung folgend (vgl. OLG Düsseldorf, ZIP 2009, 2003) anhand des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax CAPM) ermittelt. Hierbei wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie), mit einem unternehmensspezifischen Faktor, dem sogenannten Betafaktor multipliziert (vgl. Senat, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11, juris Rn. 67; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 158).

(1) Die Bewertungsgutachterin und ihr folgend die sachverständige Prüferin hat der Berechnung des Risikozuschlags eine Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % zugrunde gelegt. Hierbei handelt es sich um den Mittelwert der Spannbreite von 5,0% bis 6,0 %, welche vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) für Bewertungsstichtage ab dem 19.09.2012 empfohlen wird.

Bei der Marktrisikoprämie handelt es sich um eine mit hohen Unsicherheiten behaftete Größe, die keiner endgültigen Klärung zugeführt werden kann. Vielmehr ist die Prämie im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Hierzu ist es sachgerecht, sich an den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer zu orientieren, wonach eine Risikoprämie von 5,5 % bis 7,00 % vor Einkommenssteuer und von 5,00 % bis 6,00 % nach Einkommenssteuer für den Bewertungsstichtag sachgerecht ist. Folglich begegnet der im Übertragungsbericht herangezogene Mittelwert von 5,5 % nach Steuern keinen Bedenken. Der Wert hat bereits mehrfach die Billigung der Rechtsprechung gefunden und wird von dem Senat in ständiger Rechtsprechung nicht beanstandet (vgl. Senat, Beschluss vom 03.11.2020 - 21 W 76/19 juris Rn. 56, Beschluss vom 08.09.2020 – 21 W 121/15, juris Rn. 125 ff mwN; Beschluss vom 26. Januar 2017 - 21 W 75/15, juris Rn. 71 ff.; OLG Düsseldorf AG 2018, 679; kritisch demgegenüber vormals OLG München AG 2018, 753). Insbesondere ist nicht ersichtlich, dass eine Nichtbeachtung der Empfehlung des FAUB zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führen würde. Der Senat sieht weiterhin keine Veranlassung, von seiner ständigen Rechtsprechung abzuweichen.

(2) Soweit dem Bewertungsgutachten und ihm folgend die sachverständige Prüferin im Folgenden für die Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes mit dem Adjusted-Beta gerechnet und dies zudem noch über einen 5 Jahreszeitraum mit 2 Jahresscheiben, vermag sich der Senat auch nach den ergänzenden Ausführungen der sachverständigen Prüferin von der Eignung des derart mit 0,65 angesetzten Betafaktors zur Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos der ANZAG jedoch nicht abschließend zu überzeugen.

Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zu der Rendite des Marktportfolios verhält. Dabei misst der Betafaktor das systematische Risiko einer Aktie; er beschreibt, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist. Bei einem Betafaktor von 1 entspricht das Risiko des zu bewertenden Unternehmens dem Risiko des Portfolios, bei einem Faktor über 1 liegt es darüber, bei einem Faktor unter 1 haben Renditeänderungen des Portfolios geringere Renditeänderungen bei dem Bewertungsobjekt zur Folge. Dabei ist der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein ebenfalls durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors ist in erster Linie der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst. Ersatzweise können auch die Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein (vgl. Senat, 03.11.2020 - 21 W 76/19, juris Rn. 58; OLG Stuttgart, AG 2013, 724, 729).

Nicht zu beanstanden ist zunächst entgegen der Kritik einiger Antragsteller, dass für die Bestimmung des Beta-Faktors nicht auf das eigene Beta der ANZAG abgestellt, sondern dieses aus einer Peer-Group abgeleitet wurde. Zwar ist den Antragsstellern zuzugeben, dass auch das eigene Beta der ANZAG nach der ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin statistisch signifikant war. Allerdings beträgt die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) von 2,43% bezogen auf den Fünfjahreszeitraum bzw. 2,49 % für den Zweijahreszeitraum bei einem auf die im Free Float befindlichen Aktien bezogenen Handelsvolumen in Höhe von lediglich 5,72 %. Vor diesem Hintergrund ist auch nach der Auffassung des Senats das eigene Beta der Gesellschaft nicht als hinreichend aussagekräftig anzusehen. Bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Brief-Spanne bestehen regelmäßig erhebliche Bedenken an der Verwendung des eigenen Beta-Faktors (vgl. hierzu Senat, 21 W 121/15, aaO, Bid Ask-Spread Vorzugsaktie 2,7 %, juris Rn. 140, 141 mwN; 21 W 70/15, aaO, Bid-Ask-Spread 2,37 %; Senat 21 W 26/13, aaO, Bid-Ask-Spread 1,88 %; LG Stuttgart, NZG 2013,342, Bid-Ask-Spread 1,7 %),

Eben so wenig erweist sich die Kritik der Antragsteller an der Auswahl der Peer-Group-Unternehmen als durchgreifend. Im Bewertungsgutachten sind die Vergleichsunternehmen im einzelnen ausführlich dargestellt. Andere vergleichbare Unternehmen wurden im Hinblick auf die nicht ausreichende statistische Signifikanz ausdrücklich ausgeschieden (Sanacorp). Die sachverständige Prüferin hat die Auswahl überprüft und als sachgerecht erachtet. Ergänzend hat sie diese um 3 weitere (amerikanische) Unternehmen erweitert, ohne dass sich hieraus eine wesentliche Änderung ergeben hätte. Ob die Heranziehung der amerikanischen Unternehmen vorliegend sachgerecht war, weil die ANZAG im US-amerikanischen Raum keinerlei Marktanteile hält, kann daher letztlich dahinstehen. Die Auswahl der Peer-Group wurde umfassend begründet und die Vorgehensweise von der sachverständigen Prüferin überprüft, nachvollzogen, teilweise ergänzt und im Ergebnis bestätigt. Hierbei hat die sachverständige Prüferin alternativ andere Zeiträume sowie andere Indizes betrachtet. Auch in diesem Zusammenhang ist festzuhalten, dass die Beurteilung der Vergleichbarkeit der ausgewählten Unternehmen nie mit wissenschaftlicher Eindeutigkeit vorgenommen werden und daher stets Anlass zu Diskussionen und unterschiedlichen Einschätzungen bieten kann. Dabei bestehen insbesondere gegen die Berücksichtigung ausländischer Unternehmen bei einem international tätigen Unternehmen keine Bedenken (vgl. Senat, Beschluss vom 5. März 2012 – 21 W 11/11, juris Rn. 74; OLG Celle, ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 – 26 W 5/07, juris Rn. 120).

Nach der Rechtsprechung des Senats ist allerdings die Verwendung des Raw-Betas regelmäßig vorzugswürdig gegenüber der Verwendung des Adjusted-Betas (Senat, Beschluss vom 18.12.2014 - 21 W 34/12 juris Rn. 87 und Beschluss vom 26.01.2015 – 21 W 26/13, juris Rn. 51). Auch in der Literatur wird die Auffassung vertreten, dass die Heranziehung des Adjusted-Betas zumindest einer näheren Darlegung bedarf und nur in begründeten Ausnahmefällen erfolgen sollte (Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, § 6 Rn. 6.155). Warum vorliegend das Adjusted-Beta als Schätzer besser geeignet sein sollte als das Raw-Beta, ist auch nach den weiteren Darlegungen der

sachverständigen Prüferin in der mündlichen Verhandlung nicht ersichtlich. Zudem wurde vorliegend nicht nur mit dem Adjusted-Beta sondern zusätzlich mit Jahresscheiben gerechnet, ohne dass für die Auswahl dieser Methode eine nähere Begründung erfolgte. Gegen die Wahl dieser Methode dürfte zumindest im Ausgangspunkt sprechen, dass es zu einer Doppelberücksichtigung der Werte in den sich überlagernden Jahresscheiben kommt. Die sachverständige Prüferin hat die Wahl der Methode zwar nicht beanstandet sondern den Wert im Ergebnis als angemessen bestätigt. Sie hat allerdings im Rahmen der Anhörung auch ausgeführt, dass diese Methodik in ihrem Haus nicht angewendet wird.

Insoweit kann auch nicht ohne Weiteres auf das derart ermittelte Raw-Beta der Antragsgegnerin in Höhe von 0,64 zurückgegriffen werden. Zwar hat die Antragsgegnerin nunmehr mit der vorgelegten Berechnung vom 23.08.2021 nachvollziehbar dargelegt, warum das von dieser mit 0,64 ermittelte Raw-Beta mit dem auf 0,65 abgerundeten ermittelten Adjusted-Beta von 0,67 praktisch identisch ist. Denn dies folgt aus der Berücksichtigung von Unternehmen, deren Beta über 1 gelegen hat.

All diese Varianten zeigen indes, dass schon die Verwendung dieser Methode eine nicht unerhebliche Auswirkung auf den Beta-Faktor hat ohne dass für die Wahl gerade dieser Methode für die Schätzung nachvollziehbare Argumente ersichtlich wären.

Die Annahmen zum Kapitalisierungszins unterliegen der eigenen Schätzung des Gerichts gemäß § 287 Abs. 2 ZPO. Denn die gerichtliche Überprüfung ist stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (Senat, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11, juris Rn. 36; OLG München 31 Wx 330/16 – Beschluss vom 03.12.2020, juris Rn. 45). Die sachverständige Prüferin hat den von der Antragsgegnerin der Schätzung zugrunde gelegten Beta-Faktor zwar als angemessen bestätigt. Welche konkreten Argumente

vorliegend für die Wahl des Adjusted-Betas oder des von der Antragsgegnerin ermittelten Raw-Betas nach der Scheiben-Methodik sprechen, ist auch nach der Anhörung der sachverständigen Prüferin nicht nachvollziehbar geworden. Insoweit vermag auch der Senat sich von einer Vertretbarkeit dieser Annahme weiterhin nicht abschließend zu überzeugen.

Auf die weiter vorgelegte nähere Berechnung des Adjusted-Betas mit Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 23.08.2021 kommt es daher schon nicht an.

Berechnet man aber den sich unter Berücksichtigung des von dem Senat regelmäßig als vorzugswürdig anzusehenden Raw-Beta in Höhe von 0,6 (unverschuldet) ergebenden anteiligen Unternehmenswert so beträgt dieser nach den Berechnungen der sachverständigen Prüferin in der ergänzenden Stellungnahme vom 17.04.2020 32,91 € je Aktie und entspricht mithin fast genau dem Wert, der dem letzten Vorerwerb zugrunde gelegt wurde.

Vor diesem Hintergrund sieht der Senat keine Veranlassung, die Frage des Beta-Faktors etwa durch Einholung eines Sachverständigengutachtens noch weiter aufzuklären. Dabei sind auch die bisherige Verfahrensdauer und die bereits durch die erforderlichen ergänzenden Stellungnahmen entstandenen Kosten zu berücksichtigen. Der derart festgestellte Wert kann indes die Aussagekraft des Vorerwerbspreis plausibilisieren, zumal die weiteren Alternativberechnungen der sachverständigen Prüferin ebenfalls nur zu höheren Unternehmenswerten führen würden.

ccc) Gegen die Annahme eines Wachstumsabschlags in Höhe von 1,5 % keine bestehen keine Bedenken. Dieser ist jedenfalls vertretbar. Da es sich um einen Wert handelt, der auf die Prognose der Erträge der Gesellschaft in der ewigen Rente abzielt (vgl. auch Ruiz de Vargas, in Bürgers/Körper, Aktiengesetz, 3. Aufl., Anh § 305 Rn 48), ist dieser wie die Ertragswerte entsprechend nur auf Widerspruchsfreiheit und Plausibilität zu überprüfen ist. Der Ansatz des Wachstumsabschlags unterliegt daher ebenfalls nur einer relativ geringen Kontrolldichte ((vgl. Senat, Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12, juris

Rn. 104; Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11, Juris Rn 104; Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12, juris Rn. 109).

Eine fehlende Plausibilität oder gar Widersprüchlichkeit des im Übertragungsbericht veranschlagten Wachstumsabschlags ist nicht ersichtlich, weswegen sich der veranschlagte Wert von 1,5 % als geeignete Schätzgrundlage erweist.

Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2018/2019, abgeleitet worden sind (vgl. WP-Handbuch 2008, S. 74). Er umfasst vornehmlich eine inflationsbedingte sowie höchstens am Rande eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergeben kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Juris Rdn. 84). Aufgrund des ganz im Vordergrund stehenden preisbedingten Bestandteils ist zu seiner Ermittlung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 – 5 W 52/09, Juris Rn 72 f., Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 1059). Gleichwohl kann die Preissteigerung nicht mit der Wachstumsrate gleichgesetzt werden. Denn zum einen hängt der Abschlag vom Kapitalisierungszins davon ab, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Juris Rdn. 189). Dabei kommt es maßgeblich nicht auf die Preiserhöhung eines durchschnittlichen Warenkorb an, wie sie von der Inflationsrate angegeben wird, sondern auf die Preiserhöhungen auf den für das jeweilige Unternehmen maßgeblichen Faktormärkten. Bereits insoweit handelt es sich beim Wachstumsabschlag stets um eine unternehmensspezifische Größe. Zum anderen ist daneben eventuell noch ein Realwachstum zu berücksichtigen. Entscheidend ist, dass es sich stets um eine zukünftige Größe handelt und damit eine auf Annahmen und unsicheren Erwartungen basierende Prognose unumgänglich ist (vgl. OLG Frankfurt, AG 2010, 798, 801).

Nach dem Bewertungsgutachten wird zur Begründung des Wachstumsabschlags angeführt, dass die Verbraucherpreise im Zeitraum 1995-2011 zwar um ca. 1,5 % im Jahr gestiegen seien; die Preise für pharmazeutische Produkte im selben Zeitraum jedoch aufgrund staatlicher regulatorischer Eingriffe und intensiven Wettbewerbs um rund 0,8 % pro Jahr gefallen sind. Mit Blick auf die Bevölkerungsentwicklung in Europa sei einerseits eine schrumpfende Bevölkerung festzustellen, andererseits nehme die Lebenserwartung zu. Für den Pharmamarkt würden sich daraus in der Mengenbetrachtung gegenläufige Entwicklungen ergeben. Zu berücksichtigen sei aber, dass der Finanzierbarkeit der Gesundheitsversorgung hohe Bedeutung zukomme und dies erwarten lasse, dass auch zukünftig weitere Strukturmaßnahmen ergriffen würden, die den Spielraum für Umsatz- und Margensteigerungen im Bereich der Pharmagroßhändler weiter begrenzen würde. Diese von der sachverständigen Prüferin als sachgerecht bestätigten Annahmen sind nicht zu beanstanden.

cc) Schließlich bestehen auch gegen die ausgewiesenen Sonderwerte keine Bedenken. Als Sonderwerte sind ein Körperschaftssteuerguthaben zum 31.03.2012 aufgezinst zum Bewertungsstichtag in Höhe von ca. 14 Millionen € sowie die Beteiligung an der Syniq GmbH mit 375.000 € zu berücksichtigen. Beide Werte sind nicht zu beanstanden. Die ANZAG beabsichtigte die Veräußerung der Beteiligung an der Syniq GmbH und ihr lag zum Bewertungsstichtag ein Kaufpreisangebot i.H.v. 375.000 € vor. Es erscheint daher sachgerecht, den Wert dieser Beteiligung mit kristindem vorläufig verhandelten Kaufpreis als Sonderwert anzusetzen, zumal die Gesellschaft aus Wesentlichkeitsgründen für die Syniq GmbH kein gesondertes Beteiligungsergebnis geplant hat, da diese Beteiligung nur 0,12 % des Unternehmenswertes ausmacht. Die Höhe des Körperschaftssteuerguthabens wurde von der Antragsgegnerin in der Antragserwiderung nachvollziehbar dargelegt. Weitere Einwände in diesem Zusammenhang wurden nicht erhoben.

dd) Nach den Ermittlungen des Senats kämen als Grundlage einer Schätzung daher folgende Ertragswerte in Betracht:

(1) Der in dem Bewertungsgutachten festgesetzte und von der sachverständigen Prüferin als angemessen bestätigte Wert in Höhe von 29,02 €.

(2) Der bei Annahme des nach der Methode der sachverständigen Prüferin ermittelten Raw-Beta in Höhe von 0,6 sich ergebende Wert in Höhe von 32,91 €.

(3) Ein sich bei Annahme eines Beta-Faktors in Höhe von 0,65 (nach den Berechnungen der Antragsgegnerin sowohl als Adjusted- als auch als – leicht aufgerundetes – Raw-Beta) bei in der ewigen Rente fortgeschriebenen Forward-Rates sich ergebender Wert in Höhe von 32,87 €.

(4) Ein Wert in Höhe von 37,45 € bei Fortschreibung der Forward-Rates und der Annahme eines Beta-Faktors in Höhe von 0,6.

Unabhängig davon, dass im Ergebnis jeder dieser Werte im Rahmen einer Schätzung auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens als plausibel hätte akzeptiert werden können, so spricht sowohl die festgestellte Bandbreite, als auch insbesondere der Umstand, dass zwei dieser Werte den letzten Kaufpreis fast vollständig bestätigen, jedenfalls gegen die Annahme eines Paketzuschlags.

c) Da der Börsenwert im maßgeblichen Referenzzeitraum mit 28,52 € (nach Mitteilung der BaFin) bzw. 28,65 € (Bewertungsgutachten) unter dem derart ermittelten Unternehmenswert liegt, kommt diesem als Untergrenze keine Bedeutung für die Bemessung der Höhe der angemessenen Abfindung zukommt.

Als alleinige Schätzgrundlage erweist sich der Börsenkurs ebenfalls nicht als geeignet, da angesichts der im Rahmen des Beta-Faktors festgestellten fehlenden Aussagekraft der eigenen historischen Aktienkurse der Gesellschaft Zweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses bestehen. Er spricht in einer Gesamtbetrachtung aber jedenfalls nicht gegen die Plausibilität des auf 32,72 € geschätzten anteiligen Unternehmenswert.

d) Ein etwaiger Liquidationswert war vorliegend bereits deshalb nicht zu berücksichtigen, weil eine Liquidation der Gesellschaft schon nicht beabsichtigt war. Dabei entspricht es im Rahmen der spruchverfahrensrechtlichen Rechtsprechung der herrschenden Auffassung, dass der Liquidationswert nicht die Untergrenze des maßgeblichen Wertes bildet, wenn das Unternehmen fortgeführt werden soll. Dies jedenfalls dann, wenn die Ertragsaussichten des Unternehmens nicht auf Dauer negativ sind und dessen Liquidation nicht abzusehen ist, weil die Unternehmensführung ihrer Planung zufolge keine Abwicklung der Gesellschaft beabsichtigt. Denn bei einem solchen Unternehmen hätte der Aktionär auch dann keine Aussicht auf den Liquidationswert, wenn die Strukturmaßnahme nicht vorgenommen worden wäre (vgl. Senat, 21 W 2/11 – Beschluss vom 07.06.2011, juris Rn. 90; OLG Düsseldorf, AG 2004,324, juris Rn. 58; OLG Stuttgart, AG 2011,49, juris Rn. 374;).

Soweit verschiedene Antragsteller in diesem Zusammenhang auf das bilanzielle Eigenkapital der Gesellschaft für das Geschäftsjahr 2011/2012 in Höhe von ca. 364 Millionen Euro hingewiesen haben, welches einen Buchwert der Aktie in Höhe von 34,07 € ergeben würde, so stellt das bilanzielle Eigenkapital schon keine für die Schätzung des Unternehmens geeignete Grundlage dar. Zudem kann daraus nicht abgeleitet werden, dass der Liquidationswert den Ertragswert übersteigt, da Abwicklungs- und Sozialplankosten zu berücksichtigen sind. Insoweit sind sowohl der Bewertungsgutachter als auch die sachverständige Prüferin nach einer überschlägigen Berechnung des Liquidationswertes zu dem Ergebnis gekommen, dass dieser unter dem Ertragswert liege.

e) Danach erweist sich der ausgehend von dem letzten Vorerwerbspreis mit einer Höhe von 32,72 € geschätzte anteilige Unternehmenswert auch im Rahmen einer Gesamtsicht als überzeugender Wert.

III.

1. Die Kostenentscheidung des Senats beruht auf § 15 SpruchG.

Die im Beschwerdeverfahren anfallenden Gerichtskosten einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Es entspricht schon deswegen nicht der Billigkeit, von der Ausnahmeregelung in § 15 Abs. 1 SpruchG Gebrauch zu machen, weil nicht nur die beschwerdeführenden Antragsteller sondern auch die Antragsgegnerin im Beschwerdeverfahren nicht erfolgreich war.

Desweiteren entspricht es billigem Ermessen, dass die Antragsgegnerin aufgrund ihres Unterliegens die außergerichtlichen Kosten der nicht ihrerseits beschwerdeführenden Antragsteller, soweit diese zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, zu erstatten hat (§ 15 Abs. 2 SpruchG). Die beschwerdeführenden Antragsteller haben angesichts ihres eigenen Unterliegens ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen. Denn diese habe mit ihren Beschwerden eine umfangreiche Erhöhung der Abfindung, die mit dem Landgericht im Bereich von 50 € als denkbar in Betracht gezogen wurde und von verschiedenen Antragstellern mit mindestens 40 € bzw. 47 € beziffert wurde, verfolgt, so dass sie im Beschwerdeverfahren überwiegend unterlegen sind.

2. Die Festsetzung des Geschäftswertes für die Gerichtskosten ergibt sich aus § 74 GNotKG. Hiernach kommt es auf den Betrag an, der von allen in § 3 SpruchG genannten Aktionären zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag gefordert werden kann. Betroffen von dem Squeeze out und damit antragsberechtigt waren nach den Angaben der Antragsgegnerin insgesamt 426.770 Aktien außenstehender Aktionäre. Das Spruchverfahren hat zu einer Erhöhung der Barabfindung um 3,70 € pro Aktie geführt. Dies führt vorliegend zu einem Geschäftswert in Höhe von 1.579.049 €.

3. Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen. Zwar handelt es sich bei der Frage, ob die gewählte Methode dem Bewertungsziel entspricht, um eine Rechtsfrage. Denn es ist eine Rechtsfrage, ob eine vom Tatrichter gewählte Bewertungsmethode oder ein innerhalb der Bewertungsmethode gewähltes Berechnungsverfahren den gesetzlichen Bewertungszielen widerspricht (BGH, II ZB 6/20, juris Rn. 13). Dass eine marktorientierte Bewertungsmethode für die Schätzung des

Unternehmenswertes geeignet ist, hat der Bundesgerichtshof für den Börsenkurs ausdrücklich klargestellt. Insoweit ist dieser nicht mehr nur als Untergrenze heranzuziehen sondern kann auch als alleinige Schätzgrundlage dienen. Dass Vorerwerbspreise als Marktpreise grundsätzlich keine geeignete Schätzgrundlage bilden können, wird weder in der betriebswissenschaftlichen Literatur noch in der Rechtsprechung vertreten. Vielmehr stellt es eine Frage des Einzelfalles dar, ob der Vorerwerbspreis den wirklichen Unternehmenswert widerspiegeln kann. Dies ist zu trennen von der durch die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts und des Bundesgerichtshofs bereits beantworteten Frage, dass die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch auf einen außerbörslich bezahlten erhöhten Preis haben.

Die Entscheidung ist daher rechtskräftig.