

Geschäftsnummer:
20 W 6/08

34 AktE 4/04
KfH
Landgericht
Stuttgart

14. September 2011



Oberlandesgericht Stuttgart

20. Zivilsenat

Beschluss

In Sachen

gegen

wegen gerichtlicher Festsetzung des angemessenen Ausgleichs und der angemessenen Abfindung nach Gewinnabführungsvertrag

hat der 20. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Stuttgart unter Mitwirkung von

Präsident des Oberlandesgerichts
Richter am Oberlandesgericht
Richter am Oberlandesgericht

beschlossen:

1. Die Beschwerden der Antragsteller zu 7, 8, 10, 11, 12, 14, 15, 16, 18 und 23 gegen den Beschluss der 34. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart vom 21. April 2008 - Az. 34 AktE 4/04 KfH - werden zurückgewiesen.
2. Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens trägt die Antragsgegnerin; außergerichtliche Kosten des Beschwerdeverfahrens werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren wird auf 200.000 € festgesetzt.

Gründe:

A.

Die Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin, (im Folgenden vereinfachend: Antragsgegnerin), hat als herrschende Gesellschaft am 30.10.2003 mit der Württembergischen Hypothekenbank AG (im Folgenden: WH-AG) einen Gewinnabführungsvertrag (Anl. Ag 1) geschlossen.

Die Hauptversammlung der WH-AG hat dem Vertrag am 30.10.2003 zugestimmt.

Der Vertrag wurde am 29.12.2003 ins Handelsregister eingetragen; die Bekanntmachung der Eintragung erfolgte am 09.01.2004.

Die Antragsteller haben Anträge auf Einleitung eines Spruchverfahrens gestellt. Sie haben den den außenstehenden Aktionären mit 2,68 € netto (nach Abzug der vom Unternehmen zu zahlenden Körperschaftssteuer nebst Solidaritätszuschlag) garantierten Ausgleich nach § 304 Abs. 2 AktG und die auf 48,50 € festgesetzte Abfindung nach § 305 Abs. 2 AktG für nicht angemessen erachtet und eine Erhöhung dieser Beträge begehrt.

I.

Die WH-AG mit Sitz in Stuttgart ist eine der ältesten Hypothekenbanken in Deutschland. Ihr Geschäftsbetrieb umfasst im Wesentlichen die Beleihung von Immobilien und Grundstücken. Darüber hinaus werden Darlehen an Körperschaften und Anstalten des öffentlichen Rechts ausgereicht; eine Darlehensgewährung erfolgt auch dann, wenn die öffentliche Hand eine volle Gewährleistung übernimmt. Außerdem werden Wertpapiere dieser juristischen Personen gekauft sowie Schuldverschreibungen aufgrund der von ihr erworbenen Hypotheken und Forderungen ausgegeben. Das Geschäftsmodell der WH-AG ist primär auf das internationale deckungsstockfähige gewerbliche Hypothekengeschäft ausgerichtet. Die Hauptzielmärkte befinden sich in Großbritannien, Frankreich, den Niederlanden, Schweden, Spanien, Dänemark, Schweiz, Irland und den USA.

Die Antragsgegnerin hielt zum 19.09.2003 16.521.611 der 17.619.788 auf den Inhaber lautenden Stammaktien der WH-AG, deren Grundkapital sich auf 45.811.448,80 € belief. Ihr Anteil erhöhte sich zum 17.10.2003 auf über 95%. Die Aktien waren zum Börsen-

handel im amtlichen Markt an der Baden-Württembergischen Wertpapierbörse, Stuttgart, zugelassen und notiert.

Durch Ad-hoc-Mitteilung vom 24.09.2003 gab die WH-AG bekannt, dass beabsichtigt sei, mit der Antragsgegnerin einen Gewinnabführungsvertrag abzuschließen.

Der Vorstand der WH-AG hat am 25.09.2003 einen Bericht (im Folgenden: Vorstandsbericht) über den Gewinnabführungsvertrag erstattet (vgl. Anlagenkonvolut Ag 1), in dem - auf der Grundlage der von der

(im Folgenden: Bewertungsgutachterin) durchgeführten Unternehmensbewertung vom 18.09.2003 (vgl. Vorstandsbericht S. 38 ff.) - die Festlegung einer Ausgleichszahlung von 2,68 € je Aktie und einer Abfindung von 48,50 € näher erläutert wurde. Dabei wurde der Ertragswert der WH-AG aus dem operativen Geschäft zum 30.10.2003 mit 509.364 T€ und gesondert ausgewiesene Vermögensbestandteile mit 342.575 T€ taxiert, woraus sich ein Unternehmenswert von 851.939 T€ ergab. Die festgelegte Ausgleichszahlung und Barabfindung wurden von der - durch Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 04.09.2003 - zur Prüferin bestellten

(im Folgenden: Vertragsprüferin) in ihrem Bericht vom 23.09.2003 (im Folgenden: Prüfungsbericht; vgl. Anlagenkonvolut Ag 1) für angemessen erachtet.

Die Bewertungen basierten auf der vom Vorstand am 30.04.2003 verabschiedeten Planung, die dem aktuellen Informationsstand im Zeitpunkt der Bewertung angepasst worden war.

Die Aktie der WH-AG hatte in den letzten Monaten vor Bekanntmachung des beabsichtigten Vertragsabschlusses einen Höchstkurs von 47,84 € (Ende August 2003); der umsatzgewichtete Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor Bekanntgabe lag bei 44,75 € (vgl. Vorstandsbericht S. 57) und vor Abschluss der Arbeiten der Prüferin am 23.09.2003 bei 44,08 €.

II.

Die Antragsteller haben vor dem Landgericht eine Erhöhung der Ausgleichs- und Abfindungsbeträge begehrt. Sie haben die Festsetzung der Barabfindung und des Ausgleichs für unangemessen gehalten.

Der Liquidations- und Substanzwert der WH-AG liege über dem Ertragswert. Sogar der Wert des bilanziellen Eigenkapitals übersteige den ermittelten Unternehmenswert. Auch müsse eine Berücksichtigung der Börsenkurse zu einer Erhöhung führen, weil sich der Aktienkurs vor der Hauptversammlung am 30.10.2003 um einen Wert von 52,00 € eingependelt habe.

Abgesehen davon sei auch der Ertragswert zu gering angesetzt worden. Die Ertragsüberschüsse seien zu niedrig prognostiziert; die Planzahlen seien zu pessimistisch. Die erwarteten Erträge, insbesondere die prognostizierten Zinsüberschüsse sowie das Provisionsergebnis, seien zu niedrig und die Aufwendungen, insbesondere die Personalkosten, das Investitionsvolumen sowie die Abschreibungsraten, zu hoch veranschlagt worden. Auch seien überhöhte Zuführungsraten zur Risikovorsorge in die Wertermittlung eingestellt worden. Insgesamt sei zu Unrecht das Vorsichtsprinzip angewendet worden. Dies zeige sich auch in einem direkten Vergleich der Planzahlen mit den in den Bilanzen ausgewiesenen Unternehmensergebnissen. Ohnehin hätte richtigerweise eine Bandbreitenermittlung mit optimistischen und pessimistischen Varianten der Planzahlen durchgeführt werden müssen.

Weiter seien die geplanten Eigenkapitalzuführungen zu hoch veranschlagt worden; es liege ein Verstoß gegen die bei der Unternehmensbewertung zu beachtende Vollausschüttungshypothese vor. Das Eigenkapital habe im Übrigen ebenso gut durch Ergänzungskapital, etwa durch die Ausgabe von Genussrechten, von Vorzugsaktien, Vorsorgereserven und nicht realisierten Reserven, gestärkt werden können, eine Gewinnthesaurierung sei dazu nicht erforderlich gewesen.

In einem weiteren Punkt sei die Ertragswertmethode unrichtig angewendet worden. Es sei eine Vorsteuerbetrachtung vorzunehmen; die persönlichen Ertragssteuern der Anteilseigner seien nicht zu berücksichtigen. Auch sei gegen das Stichtagsprinzip verstoßen worden, weil sich die Unternehmenswertermittlung auf den 31.12.2002 bezogen habe und das Ergebnis lediglich auf den an sich maßgeblichen Zeitpunkt, den 30.10.2003, aufgezinnt worden sei.

Ungenügend sei weiter die im Jahr 2003 durchgeführte Kapitalerhöhung in die Wertermittlung eingeflossen. Die Anteile an verbundenen Unternehmen seien gar nicht oder nur unzureichend in die Bewertung eingestellt worden. Zu Unrecht seien Beteiligungen dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet worden. Generell sei die Abgren-

zung zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen nicht schlüssig vorgenommen worden und werde bestritten. Auch seien die Wertansätze für das Grundvermögen, die Kunstobjekte, das Körperschaftssteuerguthaben und die sonstigen Gegenstände nicht nachvollziehbar und müssten als unzureichend eingestuft werden.

Schließlich haben die Antragsteller Einwendungen gegen die nach ihrer Ansicht falsch festgelegten Parameter des Kapitalisierungszinssatzes vorgebracht. Der Basiszinssatz von 5,5% und der Risikozuschlag von 3,5% seien zu hoch, der Wachstumsabschlag von 1% zu niedrig in Ansatz gebracht worden.

Die Antragsteller haben die Unangemessenheit des festen Ausgleichs insbesondere daraus abgeleitet, dass der Ertragswert der WH-AG zu niedrig festgelegt worden sei. Außerdem haben sie beanstandet, dass zur Ableitung des Ausgleichs aus dem ermittelten Ertragswert ein adjustierter und damit zu niedriger Zinssatz verwendet worden sei. Weiter wurde gerügt, dass bei der Festlegung des Ausgleichs die steuerlichen Auswirkungen nicht ordnungsgemäß berücksichtigt worden seien.

Die Antragsgegnerin trat erstinstanzlich diesen Bewertungsrügen im Detail entgegen und hat die Meinung vertreten, sämtliche Beanstandungen seien unberechtigt. Die Bewertung des Unternehmens sei zutreffend nach dem Ertragswertverfahren durchgeführt worden. Die Ertragsprognosen seien ebenso wenig zu korrigieren wie die Ansätze zum Kapitalisierungszinssatz. Weder führe die Berücksichtigung von Börsenkursen noch die Ermittlung von Liquidations- und Substanzwerten zu einem höheren Unternehmenswert.

III.

Das Landgericht hat am 07.04.2008 eine mündliche Verhandlung durchgeführt, in der der Wirtschaftsprüfer Einzelheiten des Prüfberichts erläutert hat (Bl. 955/968 d.A.). Davor hatte er gem. dem Beschluss des Landgerichts vom 23.02.2005 (Bl. 699/705 d.A.) zu verschiedenen Fragen schriftlich Stellung genommen (Bl. 794/821 d.A.).

Mit Beschluss vom 21.04.2008 hat das Landgericht die zu leistende Barabfindung um 1,95 € je Stückaktie auf 50,45 € erhöht und im Übrigen die Anträge zurückgewiesen. Zur Begründung hat es im Wesentlichen ausgeführt, dass der Unternehmenswert auf der Grundlage eines Ertragswertgutachtens zu ermitteln sei. Auszugehen sei dabei von den

Ertragsplanungen des Unternehmens, die plausibel und nicht zu korrigieren seien. Die Ertragsprognosen seien zur Durchführung der Unternehmensbewertung zu bereinigen, insbesondere seien einmalige Vorgänge, die in Zukunft nicht mehr eintreten würden, zu korrigieren. Weitere Veränderungen seien nicht veranlasst, insbesondere widerspreche die geplante Eigenkapitalzuführung nicht dem Grundsatz der Vollausschüttung, da die partielle Gewinnthesaurierung zur Realisierung der in der Planung vorgesehenen Geschäftsausweitung erforderlich sei. Von der Richtigkeit der Planzahlen zu den Zinsüberschüssen, den Provisionsergebnissen, den Verwaltungsaufwendungen sowie den Anteilen aus verbundenen Unternehmen sei das Landgericht nach Durchführung der Beweisaufnahme überzeugt. Entsprechendes gelte für die vom Unternehmen geplante Risikovorsorge, die ebenfalls nicht beanstandet werden könne. Allerdings seien die bei der Unternehmenswertermittlung angewendeten Kapitalisierungssätze zu berichtigen. Dies betreffe zunächst den Basiszinssatz, der aus der Zinsstrukturkurve abzuleiten sei, weshalb er lediglich mit 5,25% angesetzt werden dürfe. Auch sei die generelle Marktrisiko prämie mit 4,5% zu veranschlagen, woraus sich auf der Grundlage eines Beta-Faktors von 0,7 eine unternehmensspezifische Risikobewertung von 3,15% ergebe. Bei einer Nachsteuerbetrachtung folge daraus ein Kapitalisierungszinssatz von 5,46% für den Detailplanungszeitraum und - unter Berücksichtigung des angemessenen Wachstumsabschlags (1,0%) - von 4,46% für die Barwertberechnung der ewigen Rente. Der modifizierte Ansatz des Basiszinssatzes bedinge allerdings auch eine Anpassung der in die Unternehmensplanung eingestellten Erträge, weil die erreichbaren Margen von dem Zinsniveau beeinflusst würden. Als Ertragswert sei damit ein Betrag von 546.222 T€ anzusetzen. Unter Berücksichtigung der vorhandenen Sonderwerte für die Kapitalerhöhung des Jahres 2003 (199.239 T€), dem Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (137.476 T€) und dem Barwert des Körperschaftssteuerguthabens (6.006 T€) belaufe sich der Unternehmenswert damit auf 888.944 T€, woraus sich ein Abfindungswert von 50,45 € pro Aktie ergebe. Der von der Antragsgegnerin festgesetzte Abfindungsbetrag sei dementsprechend zu erhöhen.

Eine weitere Korrektur dieses Ergebnisses unter dem Aspekt gezahlter Börsenkurse sei nicht veranlasst. Damit lasse sich - unabhängig von der Frage des anzusetzenden Referenzzeitraums - kein höherer Wert der Aktien rechtfertigen. Entsprechendes gelte in Bezug auf den Liquidations- und Substanzwert, die den nach der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert nicht erreichten, wie eine überschlägige Berechnung gezeigt habe.

Demgegenüber sei der angebotene Ausgleich nicht zu beanstanden. Die geringfügige Korrektur der Kapitalisierungszinssätze könne eine Änderung des Ausgleichs nicht rechtfertigen, da berücksichtigt werden müsse, dass man bei der Unternehmenswertbestimmung das nicht betriebsnotwendige Vermögen in vollem Umfang einbezogen habe, obwohl für die Berechnung des Ausgleichsbetrags lediglich die Ertragskraft der Vermögenswerte wesentlich sei.

IV.

Gegen den Beschluss des Landgerichts haben die Antragsteller Ziff. 7, 8, 10, 11, 12, 14, 15, 16, 18 und 23 Beschwerde eingelegt.

Sie sind der Ansicht, dass die vom Landgericht zuerkannte Erhöhung des Abfindungsbetrags unzureichend sei.

Zur Begründung ihrer Rechtsmittel tragen sie in verfahrensrechtlicher Hinsicht vor, dass die Stellung der Anträge in erster Instanz unterblieben und damit von einer Überraschungsentscheidung auszugehen sei. Es sei nach Schluss der mündlichen Verhandlung zu Unrecht keine Äußerungsfrist eingeräumt worden. Weiter sei unklar, ob der Wirtschaftsprüfer als Sachverständiger oder als Zeuge gehört worden sei; vor der Anhörung sei jegliche Belehrung unterblieben. Dessen Angaben seien nicht protokolliert worden. Die Vertragsprüferin habe bereits angesichts des kurzen Zeitraums zwischen Beauftragung und Vorlage des schriftlichen Prüfungsberichts keine verantwortliche Bewertung des Unternehmens vornehmen können, vielmehr seien die Ausführungen der Bewertungsgutachterin lediglich „abgenickt“ worden. Wegen der Verfahrensmängel sei der angefochtene Beschluss aufzuheben und das Verfahren an das Landgericht zurückzuverweisen.

In der Sache bringen die Beschwerdeführer vor, dass die in der Planung prognostizierten Erträge unter den durchschnittlichen Vergangenheitswerten lägen und bereits deshalb als nicht plausibel eingestuft werden müssten. Dies gelte insbesondere unter Berücksichtigung der positiven Ertragsentwicklung im Jahr 2003, die in den Prognosen nur unzureichend einbezogen worden sei. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei falsch abgegrenzt und bewertet worden. Durch eine falsche Zuordnung sei die gesamte Planung zu Unrecht um ordentliche Aufwendungen und Erträge „bereinigt“ worden. Auch sei die im Jahr 2003 durchgeführte Kapitalerhöhung dem Unternehmenswert nicht ertragsbringend zugerechnet worden.

Der Kapitalisierungszinssatz sei falsch ermittelt worden. Generell sei das CAPM-Modell als ungeeignet anzusehen. Außerdem seien Basiszinssatz und Marktrisikoprämie zu hoch festgesetzt worden. Weiter habe man den Beta-Faktor falsch berechnet, da unrichtigerweise dem Aspekt einer Unternehmensbeherrschung nicht Rechnung getragen und bei dessen Bestimmung nicht auf unternehmensindividuelle Kursdaten abgestellt worden sei; ohnehin müsse die Auswahl der Peer-Group als willkürlich angesehen werden. Auch sei der Wachstumsabschlag mit 1% zu niedrig bemessen worden.

Die Antragsteller Ziff. 7, 14, 16, 18 und 23 wenden sich zusätzlich gegen die Zurückweisung ihrer Anträge auf Erhöhung des angebotenen Ausgleichs. Sie bringen vor, das gesamte nicht betriebsnotwendige Vermögen sei nicht in die Berechnung des zu bezahlenden Ausgleichs eingestellt worden, obwohl richtigerweise nur ertragsloses Vermögen unberücksichtigt hätte bleiben dürfen.

Der gemeinsame Vertreter erachtet die vom Landgericht zugesprochene Erhöhung des Ausgleichs für unzureichend und vertritt die Ansicht, dass das nicht betriebsnotwendige Vermögen nicht richtig abgegrenzt und bewertet worden sei. Weiter sei der am Bewertungsstichtag vorhandene Kenntnisstand nur unzureichend in die Wertermittlung eingeflossen. Die Bewertung der im Jahr 2003 durchgeführten Kapitalerhöhung sowie die geplante Gewinnthesaurierung seien ebenfalls zu beanstanden. Die Marktrisikoprämie sei zu hoch und der Wachstumsabschlag zu niedrig veranschlagt worden, so dass insgesamt die Kapitalisierungszinssätze niedriger angesetzt werden müssten. Bei der Berechnung des Ausgleichsbetrags sei zu Unrecht das gesamte nicht betriebsnotwendige Vermögen unberücksichtigt geblieben, obwohl die daraus generierten Erträge in dessen Berechnung hätten eingestellt werden müssen.

Die Antragsgegnerin beantragt, die sofortigen Beschwerden zurückzuweisen. Die Verfahrensweise des Landgerichts könne nicht beanstandet werden. Sie ist weiter der Auffassung, dass bereits die vom Landgericht ausgesprochene Erhöhung der Abfindung nicht veranlasst gewesen sei. Die angebotenen Beträge für Abfindung und Ausgleich seien angemessen; die Rügen der Beschwerdeführer seien unbegründet. Im Rahmen der Vergangenheitsanalyse sei das nicht betriebsnotwendige Vermögen richtig abgegrenzt und bewertet worden. Die der Bewertung zugrunde gelegten Ertragsprognosen seien zutreffend und realistisch. Es sei keinesfalls von einer zu pessimistischen Einschätzung ausgegangen worden, vielmehr sei die Planung allenfalls - wie auch die Vertragsprüferin festgestellt habe - als zu optimistisch zu bezeichnen. Eine Korrektur des

Kapitalisierungszinssatzes sei nicht veranlasst. Bereits die vom Landgericht vorgenommene Herabsetzung des Basiszinssatzes und des Risikozuschlags sei als nicht erforderlich einzustufen; erst recht könne daher keine weitere Ermäßigung verlangt werden. Die im Jahr 2003 durchgeführte Kapitalerhöhung sei korrekt in die Bewertung des Unternehmens eingearbeitet worden. Schlussendlich sei die in der Planung vorgesehene Gewinnthesaurierung nicht zu beanstanden.

V.

Die Minderheitsaktionäre sind im Jahr 2005 auf Verlangen der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegen einen - durch gerichtlichen Vergleich - auf 58,50 € erhöhten Abfindungsbetrag aus der WH-AG ausgeschlossen worden. Die Angemessenheit dieser Abfindung wird in einem beim Senat geführten Parallelverfahren (20 W 7/08) überprüft.

B.

Die sofortigen Beschwerden sind zulässig, jedoch unbegründet.

I.

Die sofortigen Beschwerden sind zulässig.

Sie wurden nach dem gemäß Art. 111 S. 1 FGG-Reformgesetz für dieses Verfahren in der Fassung bis zum 31.08.2009 weiter anzuwendenden § 12 Abs. 1 SpruchG form- und fristgerecht eingelegt.

Auch die Beschwerde der Antragstellerin Ziff. 12, die ihr Rechtsmittel - trotz mehrfacher Ankündigung - nicht begründet hat, ist zulässig. Eine Begründung ist nach der bis zum 31.08.2009 geltenden Gesetzesfassung nicht vorgeschrieben und damit nicht Zulässigkeitsvoraussetzung.¹ Ebenfalls ohne Bedeutung ist, dass ihr Prozessvertreter sein Mandat nach Einlegung der Beschwerde niedergelegt hat.²

¹ OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 875; OLG München, ZIP 2007, 375; OLGR 2006, 931; OLG Zweibrücken, ZIP 2004, 1666; Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 12 Rn. 5; Simon in Simon, SpruchG, 2007, § 12 Rn. 18; a.A. Wilske in KölnKomm., SpruchG, 2005, § 12 Rn. 31.

² Vgl. dazu Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 12 Rn. 5; Volhard in Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 12 SpruchG Rn. 7.

II.

Die Beschwerden sind unbegründet.

AA.

Ein Grund, den angefochtenen Beschluss aufzuheben und das Verfahren an das Landgericht zurückzuverweisen, besteht nicht. Die für eine derartige Vorgehensweise erforderlichen Voraussetzungen,³ sind nicht erfüllt. Die auf die landgerichtliche Verfahrensgestaltung bezogenen Rügen greifen nicht durch; eine Zurückverweisung ist bereits deshalb nicht veranlasst.

1. Nach dem Verfahrensablauf ist nicht zweifelhaft, dass das Landgericht den Mitarbeiter der Vertragsprüferin als „sachverständigen Zeugen“ angehört hat.

Dies folgt ohne weiteres bereits aus der gerichtlichen Verfügung vom 23.10.2007 (Bl. 901 d.A.).

Abgesehen davon entspricht diese Verfahrensweise der Intention des Gesetzgebers. In § 8 Abs. 2 SpruchG ist geregelt, dass das Gericht den sachverständigen Prüfer grundsätzlich als „sachverständigen Zeugen“ anhören soll.⁴

Dementsprechend hat das Landgericht auch in seiner Protokollierung vom 07.04.2008 formuliert, dass der Prüfer vom SpruchG „als sachverständiger Zeuge“ bezeichnet werde (Bl. 955 d.A.).

2. Die Frage, ob das Landgericht gehalten gewesen wäre, die Vertragsprüferin vor ihrer Anhörung zu belehren, bedarf keiner Entscheidung.

Selbst dann, wenn man annehmen würde, dass der in der Gesetzesfassung verwendete Begriff der „Anhörung“ nicht als bewusste Entscheidung für eine Wahlmöglichkeit des Gerichts zwischen einer freien und förmlichen Beweisaufnahme interpretiert werden kann,⁵ vielmehr die Förmlichkeiten einer Zeugenvernehmung

³ Dazu etwa OLG Stuttgart, AG 2010, 758; BayObLG, FamRZ 1988, 1321; OLG Frankfurt a.M., NZG 2007, 875; Briesemeister in Jansen, FGG, 3. Aufl., § 25, Rn. 23; Schmidt in Keidel/Kuntze/Winkler, FGG, 15. Aufl., § 12 Rn 73.

⁴ Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 8 SpruchG Rn. 8; Puskajler in KölnKomm., SpruchG, 2005, § 8 Rn. 26.

⁵ So aber etwa Puskajler in KölnKomm., SpruchG, 2005, § 8 Rn. 26; a.A. etwa Fritsche/Dreier/Verfürth, SpruchG, 2004, § 8 Rn. 15: „redaktionelles Versehen“.

beachtet werden müssen, hätte ein damit einhergehender etwaiger Verstoß gegen die Belehrungspflicht (§ 17 Abs. 1 SpruchG, § 15 Abs. 1 S. 1 FGG, § 395 Abs. 1 ZPO) keine weiteren Folgen. Das Unterlassen einer Belehrung ist prozessual unerheblich, da § 395 Abs. 1 ZPO als Ordnungsvorschrift zu interpretieren ist.⁶

3. Die Beschwerdeführer haben auch mit ihrer Rüge, das Landgericht habe ohne „wirkliche Prüfung“ entschieden, keinen Erfolg.

Dass sich die erste Instanz inhaltlich mit den von den Antragstellern geltend gemachten Beanstandungen auseinandergesetzt hat und keineswegs die Bewertungsergebnisse der Bewertungsgutachterin sowie der Vertragsprüferin unkritisch übernommen worden sind, folgt bereits aus der Erhöhung der Barabfindung.

Abgesehen davon hat das Landgericht durch Beschluss vom 23.02.2005 (Bl. 699/705 d.A.) die Vertragsprüferin damit beauftragt, zu verschiedenen, detailliert formulierten Fragen schriftlich Stellung zu nehmen. Auch wurde die Vertragsprüferin ausführlich angehört. Weiter hat das Landgericht eine ergänzende Stellungnahme der Bewertungsgutachterin angefordert. Damit und schließlich durch die angefochtene Entscheidung wird deutlich dokumentiert, dass der Parteivortrag Gegenstand einer genauen Überprüfung war.

4. Der von den Antragstellern Ziff. 10 und 11 erhobene Vorwurf, das Landgericht habe das Gebot, rechtliches Gehör zu gewähren, verletzt, ist unzutreffend.

Nach Aktenlage wurde der Schriftsatz, der als unbeachtet geblieben gerügt wurde, im Verhandlungstermin vor dem Landgericht nicht nur den übrigen Beteiligten übergeben, sondern war auch inhaltlich Gegenstand der mündlichen Erörterungen (Bl. 958 d.A.).

5. Die Beschwerdeführer beanstanden weiter, es sei eine Überraschungsentscheidung ergangen, weil in erster Instanz keine Anträge gestellt worden seien (Bl. 1088 d.A.).

⁶ Damrau in MünchKomm., ZPO, 3. Aufl., § 395 Rn. 2; Greger in Zöller, ZPO, 28. Aufl., § 395 Rn. 1.

Dem kann bereits deshalb nicht gefolgt werden, da eine Antragstellung nicht erforderlich war.⁷ Aus dem Umstand, dass keine Anträge gestellt worden sind, konnte daher nicht abgeleitet werden, dass eine Endentscheidung nicht ergehen werde.

Zudem ist die Ansicht, dass die Antragsteller nach dem Verhandlungstermin vom 07.04.2008 nicht mit einer Endentscheidung hätten rechnen müssen, auch deshalb unzutreffend, weil das Landgericht auf den anstehenden Erlass „einer endgültigen Beschlussfassung in der Sache“ hingewiesen hat (Bl. 969 d.A.).

Abgesehen davon entscheidet das Gericht im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit - im Gegensatz zum Zivilprozess - nach mündlicher Verhandlung nicht in einem ausdrücklich anberaumten Verkündigungstermin; § 310 Abs. 1 S. 1 ZPO findet in der freiwilligen Gerichtsbarkeit keine Entsprechung. Die Verfahrensbeteiligten hätten daher auch ohne Ankündigung seitens des Gerichts damit rechnen müssen, dass nach dem Termin am 07.04.2008 eine abschließende Sachentscheidung getroffen wird.

6. Die Beschwerdeführer bringen zu Unrecht vor, das Landgericht habe auf jegliche Protokollierung der Angaben des sachverständigen Zeugen verzichtet.

Diese Rüge greift nicht durch. Die Bekundungen des sachverständigen Zeugen wurden in einem umfangreichen Verhandlungsprotokoll festgehalten (Bl. 957/968 d.A.).

Soweit die Beschwerdeführer mit ihrer Rüge geltend machen, dass ihnen der Inhalt des Protokolls nicht während der Verhandlung zur Kenntnis gelangt ist, so rechtfertigt auch dies nicht die Annahme eines Verfahrensfehlers. Das SpruchG macht keine Vorgaben zu den Formalien einer Protokollführung, weshalb nach § 17 Abs. 1 SpruchG die Bestimmungen des FGG in der bis zum 31.08.2009 geltenden Fassung (Art. 111 S. 1 FGG-Reformgesetz⁸) Anwendung finden. Das FGG enthält jedoch ebenfalls keine allgemeinen Vorschriften darüber, auf welche Art und Weise das Ergebnis einer Beweisaufnahme oder Erklärungen Verfahrensbeteiligter in das Protokoll aufzunehmen sind. Es ist danach nicht zu beanstanden, wenn die Beweisaufnahme durch Aufzeichnungen des Richters oder eines Urkundsbeamten

⁷ OLG Stuttgart, AG 2010, 510; Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 8 SpruchG Rn. 22.
⁸ Dazu OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 80].

während des Termins oder auch durch die nachträgliche Fertigung eines Aktenvermerks festgehalten wird.⁹ Erst Recht ist es nicht als verfahrensfehlerhaft zu bezeichnen, wenn den Verfahrensbeteiligten das Protokoll oder vorläufige Aufzeichnungen entgegen § 162 Abs. 1 ZPO nicht zur Durchsicht vorgelegt, vorgelesen oder vorgespielt werden.

Das Gesetz verlangt eine Protokollierung der Zeugenaussage ohnehin nicht.¹⁰ Selbst dann, wenn das landgerichtliche Protokoll die Zeugenaussage nicht wiedergeben würde, könnte daraus ein Verfahrensverstoß nicht abgeleitet werden.

7. Nicht zu beanstanden ist, dass das Landgericht mit Verfügung vom 07.02.2007 (Bl. 853/857 d.A.) keine ergänzende Stellungnahme der Vertragsprüferin, sondern eine Stellungnahme der Bewertungsgutachterin angefordert hat. Durch die Verfügung hat das Gericht nicht die Vorlage eines Sachverständigengutachtens eingefordert, sondern der Antragsgegnerin die Ergänzung ihres Vortrags aufgegeben. Da sich die in der Verfügung formulierten Fragen im Wesentlichen auf die von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Berechnungen bezogen, lag es nahe, bei der Antragsgegnerin anzuregen, ihrerseits bei der Bewertungsgutachterin entsprechende Auskünfte einzuholen und diese vorzulegen. Dieses Verfahren ändert nichts an dem Umstand, dass die auf die Verfügung eingereichte Stellungnahme (Anl. Ag 14) als Sachvortrag der Antragsgegnerin zu werten ist. Die Auflage, den Parteivortrag zu ergänzen, kann nicht als fehlerhaft bewertet werden.
8. Die Vorgehensweise der Vertragsprüferin ist ebenfalls als ordnungsgemäß zu bezeichnen.

Dies gilt zunächst, soweit sich die Kritik darauf bezieht, dass die Vertragsprüferin parallel zur Bewertungsgutachterin tätig wurde. Diese Handhabung ist nicht unüblich und aus rechtlichen Gründen nicht zu beanstanden.¹¹

Auch der Umstand, dass die Vertragsprüferin auf Vorschlag der Antragsgegnerin bestellt wurde, tangiert die Rechtmäßigkeit der Verfahrensweise nicht.¹² Die Unabhängigkeit der Prüferin wird dadurch nicht in Frage gestellt.¹³

⁹ Vgl. etwa BayObLG, NJW-RR 1994, 1225 m.w.N.

¹⁰ Fritsche/Dreier/Verfürth, SpruchG, 2004, § 8 Rn. 40; Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 8 SpruchG Rn. 22.

¹¹ BGH, ZIP 2006, 2080; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112.

Schlussendlich rügen die Beschwerdeführer zu Unrecht, dass die Vertragsprüferin innerhalb der ihr zur Verfügung stehenden Bearbeitungszeit keine verantwortungsvolle Unternehmensbewertung habe durchführen können. Die Prüferin hat nach § 293b AktG die Angemessenheit des Ausgleichs und der Abfindung zu prüfen. Das bedeutet aber nicht, dass sie das Unternehmen vollständig neu zu bewerten hätte. Vielmehr hat sie im Rahmen einer Plausibilitätskontrolle zu beurteilen, ob die angewendeten Methoden der Unternehmensbewertung sowie die getroffenen Prognose- und Wertungsentscheidungen vertretbar waren und den Regeln einer ordnungsgemäßen Bewertung entsprachen.¹⁴ Dass die Vertragsprüferin diesem - eingeschränkten - Prüfungsumfang in der ihr zur Verfügung stehenden Zeit ausreichend nachkommen konnte, verdeutlicht der von ihr vorgelegte Prüfungsbericht und zeigt auch der Umstand, dass sie im Laufe des gerichtlichen Verfahrens die vom Landgericht verlangten Auskünfte in hinreichender Weise erteilen konnte.

BB.

Auf der Grundlage der beanstandungsfrei zustande gekommenen landgerichtlichen Feststellungen besteht kein Anlass, den garantierten Ausgleich oder die vom Landgericht festgesetzte Abfindung zu korrigieren.

Den außenstehenden Aktionären der WH-AG war nach § 304 AktG ein angemessener Ausgleich und - weil es sich bei der Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin als herrschende Gesellschaft um keine AG oder KGaG handelte - nach § 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG eine Barabfindung anzubieten.¹⁵

Die im Gewinnabführungsvertrag vorgesehene und vom Landgericht auf 50,45 € je Stückaktie erhöhte Barabfindung (dazu unter 1.) kann ebenso wenig wie der angebotene feste Ausgleich (dazu unter 2.) als unangemessen angesehen werden. Eine (weitere) Erhöhung ist nicht veranlasst; die Beschwerden sind unbegründet.

1. Nach § 305 Abs. 1 AktG muss die Abfindung angemessen sein, wobei gem. § 305 Abs. 3 S. 2 AktG die Verhältnisse der WH-AG im Zeitpunkt der Beschlussfassung

¹² OLG Stuttgart, ZIP 2003, 2363.

¹³ BGH, ZIP 2006, 2080; OLG Stuttgart, AG 2010, 510.

¹⁴ Dazu etwa Veil in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 293b Rn. 5 ff.; Altmeppen in MünchKomm., AktG, 3. Aufl., § 293b Rn. 8; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 293b Rn. 17.

¹⁵ Dazu etwa Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 305 Rn. 45.

ihrer Hauptversammlung über den Vertrag zu berücksichtigen sind. Die Angemessenheit ist zu bejahen, wenn den außenstehenden Aktionären eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft wird.¹⁶

Das ist dann der Fall, wenn die Abfindung dem Verkehrswert des Anteils entspricht. Als Grundlage für die Feststellung dieses Wertes stehen dem Gericht fundamentalanalytische Methoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Verfahren, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das Verfassungsrecht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor. Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für dessen Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Verfahren mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Prämissen verbunden ist, die (häufig) keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind.¹⁷

Im Rahmen der folglich gebotenen Gesamtbetrachtung (dazu unter f)) ist hier weder nach der Ertragswertmethode (dazu unter a)) noch wegen des in der Handelsbilanz ausgewiesenen Eigenkapitals (dazu unter b)) und auch nicht auf Grund einer Berücksichtigung des Liquidations- (dazu unter c)) bzw. Substanzwerts (dazu unter d)) oder der Börsenkurse der WH-AG (dazu unter e)) die Unangemessenheit der angebotenen Abfindung festzustellen.

- a) Die fundamentalanalytische Ermittlung des Unternehmenswerts rechtfertigt keine Erhöhung des vom Landgericht festgesetzten Betrags.

Die vom Landgericht zur Ermittlung des Unternehmenswerts durchgeführte fundamentalanalytische Bewertung im Ertragswertverfahren begegnet keinen methodischen Bedenken. Die Ertragswertmethode ist anerkannt,¹⁸ verfas-

¹⁶ Dazu etwa Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 305 Rn. 37 ff.

¹⁷ OLG Stuttgart, Beschluss vom 08.07.2011 - 20 W 14/08 [juris Rn. 118] m.w.N.

¹⁸ BGH, NJW 2003, 3272, 3273; OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 30]; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126; Hüffer, AktG, 9. Aufl., § 305 Rn. 19.

sungsrechtlich unbedenklich¹⁹ und wurde von den Antragstellern auch nicht grundsätzlich in Frage gestellt.

Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge zu schätzen (dazu unter aa)) und mit dem Kapitalisierungszinssatz (dazu unter bb)) abzuzinsen; der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und andere Sonderwerte sind hinzuzurechnen (dazu unter cc)); daraus ist der Wert des gesamten Unternehmens abzuleiten (dazu unter dd)).

- aa) Das Landgericht ist zu Recht von den Prognosen der künftigen Erträge der WH-AG ausgegangen, die auch von der Bewertungsgutachterin ihrer Bewertung zugrunde gelegt worden sind.

Weder die Prognose der den Aktionären künftig zufließenden finanziellen Überschüsse (dazu unter (1)) noch die Berücksichtigung typisierter persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner (dazu unter (2)) sind zu beanstanden.

- (1) Die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge sind im Spruchverfahren nur eingeschränkt überprüfbar. Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts ersetzt werden.²⁰

Danach ist gegen die Feststellungen des Landgerichts nichts einzuwenden.

Dies gilt zunächst für die vergangenheitsorientierte Analyse der Unternehmensdaten.

Obwohl der Unternehmenswert zukunftsbezogen ist, geht die Unternehmensbewertung von einer Vergangenheitsanalyse aus. Die Untersuchung der Ver-

¹⁹ BVerfG, NJW 1999, 3769, 3771.

²⁰ St. Rspr. des Senats, vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2010, 510 m.w.N.

gangenheit bildet die Grundlage für die Prognose der künftigen Entwicklung und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen. Für diesen Zweck sind die Vergangenheitswerte aufzubereiten.²¹

Aufbauend auf der Vergangenheitsanalyse sind die künftigen finanziellen Überschüsse und die den Anteilseignern zufließenden Beträge zu prognostizieren.

Den danach zu stellenden Anforderungen genügt die - auch von der Vertragsprüferin und vom Landgericht zutreffend nicht beanstandete - Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin. Die Rügen der Beschwerdeführer greifen nicht durch.

- (1.1) Die von den Antragstellern vertretene Ansicht, die Unrichtigkeit der Vergangenheitsanalyse ergebe sich bereits daraus, dass bei der Planung der zukünftigen Überschüsse zu Unrecht vom Vorsichtsprinzip ausgegangen worden sei, ist unzutreffend.

Die Vertragsprüferin hat ausführlich und überzeugend dargelegt (Bl. 806/811 d.A.), dass dieser Rüge die tatsächliche Grundlage fehlt. Nach ihrer Analyse hat das Vorsichtsprinzip keinen Eingang in die Planung gefunden, vielmehr wurde „ehrgeizig“ geplant. Dieser Einschätzung, die auch das Landgericht geteilt hat, schließt sich der Senat an.

Sowohl die Planung des Neugeschäftsvolumens (Mengengerüst) als auch die Planung der Ertragsgrößen weisen im Vergleich zur Vergangenheit die Merkmale einer Zielplanung auf; die Planungsgrößen sind als anspruchsvoll zu bezeichnen.

Dies hat die Vertragsprüferin zunächst auf der Grundlage einer Untersuchung der Zielerreichungsgrade in der Vergangenheit veranschaulicht. In dem Planungszeitraum von 2003 bis 2007 wurde von einem nachdrücklichen Wachstum ausgegangen, obwohl sich in der Zeit zwischen 1998 und 2002 kein klarer Wachstumstrend abgezeichnet hatte. Das prognostizierte Wachstum liegt zudem weit über den Vergangenheitswerten, die durchschnittlich im Bereich

²¹ Dazu etwa Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 310 ff.

von rund 1% angesiedelt waren. Die Vertragsprüferin hat das für die Zeit bis 2007 geplante durchschnittliche Gesamtwachstum von 18%, das allerdings zum Teil auf Sondereffekten beruht, demzufolge - zutreffend - als ambitioniert eingestuft. Außerdem hat sie näher ausgeführt, dass auch bei einer Korrektur der Sondereffekte ein jährliches Wachstum von durchschnittlich 11% ermittelt wird, welches - nach der Vergangenheitsanalyse - ebenfalls über dem realistisch zu erwartenden Wert liegt (vgl. dazu Bl. 807 f. d.A.).

Weiter hat die Vertragsprüferin aufgezeigt, dass nicht nur in Bezug auf den Ansatz des Gesamtwachstums zugunsten der außenstehenden Aktionäre geplant wurde, vielmehr gilt entsprechendes für die wesentlichen Positionen der Gewinn- und Verlustrechnung.

So wurde für die Gewinnmarge beim neu abgeschlossenen Hypothekengeschäft im Zeitraum bis 2007 eine durchschnittliche jährliche Steigerung von 11,6% zugrunde gelegt (Bl. 808, 962 d.A.). Daneben hat die Vertragsprüferin die Planung des Provisionsergebnisses auf Grund der vorgesehenen Steigerung der auszuplatzierenden Risikoaktiva, die zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts führt, weil sich die Kosten der Ausplatzierung unterhalb der Zinsmarge für das ermöglichte Neugeschäft bewegen, als ehrgeizig bewertet (Bl. 809 d.A.).

Umgekehrt hat die Vertragsprüferin die Steigerungsraten beim geplanten Verwaltungsaufwand als verhalten einordnet. Sie hat dargelegt, dass auch ein höherer Ansatz vertretbar gewesen wäre (Bl. 810 d.A.).

Die geplante Zuführung zur Risikovorsorge ist ebenfalls nicht zu beanstanden. Die Risikovorsorge sinkt im Zeitraum bis 2007 sowohl in absoluter Höhe als auch berechnet in Basispunkten des Gesamtvolumens. Die angesetzte Risikovorsorgequote fällt kontinuierlich auf 14 Basispunkte ab. Nach den Ausführungen der Vertragsprüferin werden durch diesen Planansatz die außenstehenden Aktionäre nicht benachteiligt. Sie hat - auf der Grundlage eines allgemeinen Klassifizierungssystems - eine Kontrollrechnung durchgeführt, aus der sich tendenziell höhere Ausfall- und Risikovorsorgequoten ergeben haben. Weiter hat sie dargelegt, dass auch die Auswertung historischer Ausfalldaten bei der WH-AG einen geringen Ansatz nicht rechtfertigen kann,

weshalb die in die Planung eingestellte Risikoquote insgesamt als plausibel einzustufen ist.

(1.2) Nicht richtig ist auch, dass sich die Ertragsprognose auf den falschen Stichtag bezieht.

Es ist üblich, dass die Bewertung von der auf das Geschäftsjahr ausgerichteten Unternehmensplanung ausgeht und dem Bezug zum Bewertungsstichtag durch eine Ab- oder Aufzinsung des Resultats Rechnung getragen wird. Diese - auch hier praktizierte - Vorgehensweise ist sachlich nicht zu beanstanden.²²

Maßgebend für die Bewertung sind allerdings nach dem Stichtagprinzip²³ die Verhältnisse zum 30.10.2003. Erforderlich ist deshalb, dass die Erkenntnisse zum Bewertungsstichtag bei der Wertermittlung berücksichtigt werden. Dies ist hier jedoch geschehen. Die Unternehmensplanung wurde am 30.04.2003 vom Vorstand verabschiedet und von der Bewertungsgutachterin sowie der Vertragsprüferin darauf kontrolliert, ob sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage oder sonstige Grundlagen der Planung bezogen auf den 30.10.2003 geändert haben. Den stichtagbezogenen Erkenntnissen ist Rechnung getragen worden.

Dass kein Grund besteht, diese Feststellung in Zweifel zu ziehen, zeigt sich an der hohen Prognosegüte der in die Bewertung eingeflossenen Plandaten. Der Jahresabschluss zum 31.12.2003 belegt diese Einschätzung.

Die Planungsgüte wird von den Antragsstellern zu Unrecht bezweifelt. Wegen der angezeigten Bereinigungen kann der Argumentation der Antragstellerseite, die in die Wertberechnung eingestellten Ertragsplanungen würden bereits durch die tatsächlich erwirtschafteten Unternehmensüberschüsse widerlegt, nicht gefolgt werden. Die Vertragsprüferin hat zutreffend darauf hingewiesen, dass der Jahresabschluss angepasst werden muss, etwa wegen der gesonderten Erfassung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, um diesen mit den in die Unternehmensbewertung eigenstellten Plandaten vergleichbar zu

²²

Vgl. auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 252.

²³

Dazu etwa OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 39]; AG 2008, 510 [juris Rn. 74], jeweils m.w.N.

machen. Nach Durchführung der danach veranlassten Korrekturen gibt der Jahresabschluss, wie die Vertragsprüferin überzeugend ausgeführt hat (Bl. 815 f. d.A.), keinen Grund an der Güte der stichtagbezogenen Planung zu zweifeln; er belegt vielmehr die Richtigkeit der darin enthaltenen Einschätzungen.

- (1.3) Zutreffend ist auch die Vorgehensweise, die sich aus der Vergangenheitsanalyse ergebenden Werte nicht unverändert der Prognose der zukünftigen finanziellen Überschüsse zugrunde zu legen.²⁴ Die erforderlichen Anpassungen wurden, wie die Vertragsprüferin näher erläutert hat (Bl. 795 ff. d.A.), richtig durchgeführt.

Eine Bereinigung war in erster Linie veranlasst, um der gesonderten Erfassung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Rechnung zu tragen. Wären die darauf bezogenen Korrekturen unterblieben, hätte dies zu einer unzulässigen doppelten Veranschlagung dieser Vermögenswerte geführt. Davon betroffen waren insbesondere die Erträge und Aufwendungen aus der Fremdvermietung der Bestandsimmobilien der WH-AG, die als nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert bewertet wurden. Dementsprechend wurde im Bereich der Erträge aus Beteiligungen und verbundenen Unternehmen vorgegangen, die ebenfalls als nicht betriebsnotwendiges Vermögen gesondert bewertet wurden (Bl. 796 f. d.A.). Es ist nicht ersichtlich, dass die Beteiligungs- und Mieterträge mehrfach in Abzug gebracht worden sind; unzulässige „Doppelbereinigungen“ sind weder substantiiert vorgetragen noch sonst ersichtlich.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde jedenfalls nicht in einer Weise abgegrenzt, die mit einer Benachteiligung der außenstehenden Aktionäre verbunden wäre.

Die Unterscheidung zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen hat in der Regel funktional zu erfolgen. Zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehören danach Vermögensgegenstände, die frei veräußert werden könnten, ohne dass davon die eigentliche Unterneh-

²⁴ OLG Stuttgart, AG 2011, 205 [juris Rn. 100 f.]; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 951; Peemöller/Reinel-Neumann, BB 2009, 206, 209.

mensaufgabe berührt wird.²⁵ Teilweise wird auch darauf abgestellt, ob es sich um Vermögensgegenstände handelt, die veräußert werden können, ohne dass sich dadurch die Überschüsse wesentlich verändern. Die gesonderte Erfassung kann dann geboten sein, um einem (möglicherweise) höheren Veräußerungswert Rechnung zu tragen.²⁶

Danach bestehen gegen die praktizierten Bereinigungen keine durchgreifenden Bedenken.

(1.3.1) Dies gilt zuerst für die dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zugeordneten Grundstücke. Keiner näheren Darlegung bedarf, dass deren Veräußerung erfolgen kann, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird. Auch ist weder vorgetragen noch sonst ersichtlich, weshalb durch die vorgenommene Abgrenzung der Abfindungsbetrag negativ beeinflusst worden sein könnte.

Davon ist das Landgericht nach Durchführung der mündlichen Verhandlung zu Recht ausgegangen. Die Beschwerdeführer haben keine Gründe aufgezeigt, die es rechtfertigen könnten, an der Richtigkeit dieser Feststellung zu zweifeln. Die Vertragsprüferin hat bereits in ihrer Stellungnahme vom 18.07.2005 näher ausgeführt, wie die Bewertung vorgenommen worden ist (Bl. 800 ff. d.A.). Danach wurden die Verkehrswerte der Immobilien in hinreichender zeitlicher Nähe zum Bewertungsstichtag durch unabhängige Sachverständige ermittelt. Teils bildeten zeitnahe Erwerbsvorgänge die Grundlage der Bewertung (dazu etwa Bl. 804 d.A.), auch dies ist nicht zu beanstanden. Die Vertragsprüferin hat erläutert, dass dadurch ohnehin mindestens der Ertragswert in die Bewertung eingeflossen ist. Soweit demgegenüber eine Ertragswertfeststellung nicht möglich war, etwa weil vorhandene Gebäude nicht vermietet oder die Grundstücke unbebaut gewesen sind, wurden fiktive Ertragswert ermittelt. Dabei ist - nach den Feststellungen der Vertragsprüferin - von Parametern ausgegangen worden, die angesichts eines unsicheren zukünftigen Mietniveaus und einer ungewissen Mietauslastung über den an sich zu erwartenden Erträgen liegen (vgl. Bl. 800 f., 804 d.A.).

²⁵ OLG Stuttgart, AG 2011, 205 [juris Rn. 247]; OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 09.2.2010 - 5 W 38/09 [juris Rn. 37].

²⁶ Vgl. auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 1023, 1024.

Auf dieser Grundlage besteht danach keine Veranlassung, die Wertansätze zu korrigieren oder die Grundstücke dem betriebsnotwendigen Vermögen zuzuordnen.

Die praktizierte Vorgehensweise wirkt sich allenfalls zugunsten der außenstehenden Aktionäre aus. Die - von Antragstellerseite thematisierte - Frage, ob Erträge aus Immobilien, die von der WH-AG zur Rettung von Forderungen übernommen wurden, sachlich dem betriebsnotwendigen Vermögen zuzuordnen wären, weil es sich nicht um einmalige, sondern um regelmäßig zu erwartende Vorfälle handelt (dazu Bl. 797 f. d.A.), muss danach nicht entschieden werden.

(1.3.2) Dass die Zuordnung der vorhandenen Kunstgegenstände zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen die Antragsteller nicht belastet, bedarf keiner näheren Erläuterung. Da es sich um nicht ertragswirksame Vermögensgegenstände handelt, kann sich deren Erfassung über einen Sonderwert allein zugunsten der außenstehenden Aktionäre auswirken.

(1.3.3) Weiter ist die Zuordnung der Beteiligungen nicht zu beanstanden.

Die Vertragsprüferin hat aufgezeigt, wie die Einteilung der Beteiligungen in betriebsnotwendiges und nicht betriebsnotwendiges Vermögen durchgeführt worden ist (vgl. insb. Bl. 802 ff. d.A.).

Danach besteht kein Anlass, die Unternehmensbewertung zu korrigieren. Die dargestellten Einteilungskriterien sind als sachgerecht zu qualifizieren.

Dies gilt zunächst in Bezug auf die Einstufung von Beteiligungen an Unternehmen als nicht betriebsnotwendig, welche sich zum Bewertungsstichtag in Abwicklung befanden oder sogar bereits veräußert worden waren (Bl. 803 f. d.A.).

Ein Korrekturbedarf ist auch nicht zu erkennen, wenn Beteiligung an Unternehmen, welche sich mit der Verwaltung nichtbetriebsnotwendigen Vermögens befassen, dementsprechend zugeordnet worden sind. Soweit Beteiligungen an Gesellschaften, die im Bereich des Outsourcing typische Bank-

aufgaben übernehmen, in Rede stehen, wurden diese zutreffend als betriebsnotwendig eingruppiert (Bl. 802 d.A.).

Zudem hat die Vertragsprüferin bei ihrer Anhörung vor dem Landgericht ausgeführt, dass die vorgenommene Zuordnung der Beteiligungen zum nichtbetriebsnotwendigen Vermögen für die außenstehenden Aktionäre zu einem höheren Unternehmenswert führt, weil der Barwert der kapitalisierten Erträge unter dem von der Bewertungsgutachterin berücksichtigten Wertansatz liegt (Bl. 966 d.A.). Der Senat hat keine Veranlassung, die Richtigkeit dieser Einschätzung in Frage zu stellen, weshalb die - ohnehin nicht zu beanstandende - Zuordnung sich jedenfalls nicht zu Lasten der außenstehenden Aktionäre ausgewirkt haben kann. Der nicht näher begründeten abweichenden Ansicht der Beschwerdeführer kann nicht gefolgt werden.

(1.3.4) Schlussendlich wurden auch die Erträge aus der Verzinsung von Steuererstattungen (§ 233a AO) und der Auflösung von Vorsorgereserven nach § 340f HGB ordnungsgemäß bereinigt, da Vorgänge in Rede stehen, die als nicht regelmäßig wiederkehrend einzustufen sind, wie die Vertragsprüferin überzeugend erläutert hat (Bl. 798 d.A.).

(1.4) Das Landgericht hat zu Recht festgestellt, dass die für die Detailplanungsphase und für die Phase der ewigen Rente eingeplanten Thesaurierungen nicht korrekturbedürftig sind.

Das Landgericht hat sich, der Bewertungsgutachterin und der Vertragsprüferin folgend, bei der Prüfung der Thesaurierungsannahmen am Standard IDW S1 2000 orientiert.

Wie noch zu zeigen ist, hat das Landgericht bei anderen Bewertungsfragen den Standard IDW S1 2005 zugrunde gelegt. Diese Vorgehensweise ist methodisch fragwürdig.

Nach Ansicht des Senats wäre es veranlasst, die Bewertung nach den Vorgaben eines Standards durchzuführen, da sich die jeweiligen Fassungen des IDW S1 aus verschiedenen, aufeinander bezogenen Bewertungsprämissen zusammensetzen, weshalb es grundsätzlich nicht zulässig ist, einzelne, für die Minderheitsaktionäre günstige Vorgaben heranzuziehen, ohne die übrige

gen, ihnen ungünstigen Vorgaben der Fassung zu übernehmen. Eine andere Handhabung würde die innere Schlüssigkeit der Bewertung in Frage stellen.²⁷

Auch hat der Senat bereits entschieden, dass das Gericht weder die Änderung einer Expertenauffassung, also auch die in den Standards des IDW zusammengefassten Empfehlungen, im Entscheidungszeitpunkt gegenüber dem Bewertungsstichtag zwingend berücksichtigen muss noch es umgekehrt daran gehindert ist, das Ergebnis der Anwendung einer älteren Expertenauffassung auch im Licht neuer Erkenntnisse zu überprüfen. Greift das Gericht jedoch auf derartige Expertenansichten zurück, wird es in der Regel den im Zeitpunkt der gerichtlichen Entscheidungsfindung aktuellen Stand zu berücksichtigen haben, weil diejenige Methode anzuwenden ist, die das Bewertungsziel der Ermittlung des objektiven Unternehmenswerts am besten erreicht. Geht man davon aus, dass die Aktualisierung einer Expertenauffassung - soweit sie nicht auf einer Anpassung an geänderte rechtliche Rahmenbedingungen beruht - regelmäßig auf die Umsetzung von Erkenntnisfortschritten zurück zu führen ist, erscheint die jeweils aktuellere Empfehlung grundsätzlich geeigneter, dieses Ziel zu erreichen.²⁸ Das Stichtagprinzip steht dieser Einschätzung nicht entgegen. Es verlangt zwar, dass Erkenntnisse zu bewertungsrelevanten tatsächlichen Umständen zumindest in den Verhältnissen zum Bewertungsstichtag angelegt waren, gilt aber nicht für die angewandte Bewertungsmethode.²⁹

Dies würde bedeuten, dass hier die Bewertung an sich nach dem IDW S1 2005 erfolgen müsste.

Die - vom Landgericht in der angefochtenen Entscheidung praktizierte - nach Ansicht des Senats methodisch nicht unproblematische Anwendung lediglich einzelner Vorgaben aus dem IDW S1 2005 bewirkt jedoch lediglich eine Begünstigung der Minderheitsaktionäre.

Würde man das Unternehmen der WH-AG insgesamt anhand der Vorgaben des IDW S1 2005 bewerten, würde sich der Unternehmenswert zulasten der

²⁷ So OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 45]; AG 2010, 510 [juris Rn. 156].

²⁸ So OLG Stuttgart, AG 2011, 205 [juris Rn. 172 f.]; AG 2011, 420 [juris Rn. 261 f.].

²⁹ Dazu ausführlich OLG Stuttgart, AG 2011, 205 [juris Rn. 171 ff.].

Minderheitsaktionäre reduzieren. Neben dem - bei Anwendung des IDW S1 2005 - niedrigeren Basiszinssatz würde auch die Unterstellung einer Teilausschüttung anstelle der Vollausschüttung den Unternehmenswert steigern.³⁰ Durch die Anwendung des von IDW S1 2005 empfohlenen Verfahrens ergäbe sich aber ein merklich höherer Risikozuschlag, da der Steuerabzug nur noch vom Basiszinssatz vorzunehmen und eine gegenüber der Vorsteuermarktrisikoprämie höhere Nachsteuermarktrisikoprämie anzusetzen wäre.³¹ Daraus folgten insgesamt höhere Kapitalisierungszinssätze und im Ergebnis ein niedrigerer Unternehmenswert.³²

Da sich die Vorgehensweise des Landgerichts nur zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt, ist im Rahmen der von Antragstellerseite eingelegten Beschwerden eine Korrektur nicht veranlasst. Daher wird nachfolgend - im Anschluss an die Ausführungen im angefochtenen Beschluss - die Unternehmensbewertung am - für die Antragsteller günstigeren - IDW S1 2000 orientiert. Anders wird dies nur dann gehandhabt, wenn einerseits das Landgericht die Vorgaben des IDW S1 2005 angewendet hat und sich andererseits diese Abweichung ebenfalls lediglich zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt.

Die danach im Rahmen der Thesaurierungsannahmen anzuwendenden Vorgaben des IDW S1 2000 wurden eingehalten.

(1.4.1) Nach dem von der Bewertungsgutachterin angewendeten IDW S1 2000 ist zwar vom Grundsatz der Vollausschüttungshypothese auszugehen. Thesaurierungen sind jedoch auch bei Anwendung dieses Bewertungsstandards vorzunehmen, wenn rechtliche Restriktionen einer Ausschüttung entgegen stehen. Entsprechendes gilt, soweit die Gewinnthesaurierung für die Erhaltung des Unternehmenskonzepts (Substanzerhaltung, Finanzstruktur) als erforderlich anzusehen ist. Darüber hinaus sind Gewinne zu thesaurieren, soweit dies aus Sicht der Unternehmenseigner sachgerecht erscheint, vorausgesetzt, es

³⁰ OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 156].

³¹ Zur Berechnung des Risikozuschlags gemäß IDW S1 Stand 18.10.2005, insbesondere zur danach anzuwendenden Marktrisikoprämie, vgl. OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 209, 213, 220 ff.].

³² Vgl. dazu etwa OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 45, 56]; Riegger in KölnKomm., SpruchG, 2005, Anh. § 11 Rn. 25, 35, 36; Wasmann-Gayk, BB 2005, 955, 957; Reuter-Lenz, DB 2006, 1689, 1691.

gibt konkrete Anhaltspunkte für eine derartige unternehmerische Vorgehensweise.³³

Danach kann aber der Rüge der Antragsteller, der Grundsatz der Vollausschüttung sei verletzt worden, nicht gefolgt werden.

Die Vertragsprüferin hat erläutert, dass bei der Unternehmensbewertung grundsätzlich von der Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse ausgegangen worden ist. Thesaurierungen sind jedoch zur Stärkung der Eigenkapitalbasis vorgesehen worden, um den gesetzlichen Bestimmungen, wonach eine Mindestkernkapitalquote von 4% vorgeschrieben ist, Rechnung zu tragen. Außerdem ist eine Eigenkapitalzuführung in die Bewertung einzustellen gewesen, um die nach der Einschätzung des Managements zur Sicherung der Refinanzierungskonditionen erforderliche Kernkapitalquote von 6,75% zu erreichen.

Die Ausschüttungsplanung ist aus Sicht der Unternehmenseigner sachlich veranlasst.

Es ist kein Grund ersichtlich, die angestrebte Höhe der Kernkapitalquote zu korrigieren. Es handelt sich dabei um eine unternehmerische Entscheidung, die nicht beanstandet werden kann, weil sie auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufbaut. Die Festlegung dieser Kernkapitalquote stand im Zusammenhang mit dem Bestreben des Managements, eine Verbesserung des Ratings der WH-AG zu erreichen und erfolgte nach Rücksprache mit Ratingagenturen. Beabsichtigt war, dadurch die erforderlichen Refinanzierungskonditionen zu sichern. Die Vertragsprüferin hat diese nachvollziehbare unternehmerische Vorgehensweise zu Recht nicht für korrekturbedürftig erachtet (dazu etwa Bl. 812 f d.A.; vgl. auch Bl. 729/2-4 d.A.).

Auf dieser Grundlage wurde den im Rahmen einer Unternehmensbewertung nach dem IDW S1 2000 zu stellenden Anforderungen an eine zulässige Gewinnthesaurierung genügt.

³³ Vgl. IDW S1 2000 Rn. 44 f.; dazu auch Kunowski, DStR 2005, 569, 570 f. m.w.N.

(1.4.2) Entgegen der Ansicht der Antragsteller wurde bei der Planung die im Jahr 2003 durchgeführte Eigenkapitalerhöhung auch keineswegs unberücksichtigt gelassen; die Höhe der zu thesaurierenden Gewinne ist korrekt ermittelt worden.

Dem geplanten Neugeschäftsvolumen lag, wie die Vertragsprüferin ausgeführt hat, das um die Kapitalerhöhung erweiterte Eigenkapital zugrunde. Die Ausweitung des Eigenkapitals war nicht nur erforderlich, um die aufsichtsrechtlichen Kapitalausstattungsanforderungen zu erfüllen, vielmehr waren dadurch verbesserte Finanzierungsbedingungen erzielbar, die in der Planung berücksichtigt wurden (vgl. Prüfungsbericht S. 17; Bl. 816 d.A.). Die für das Jahr 2003 geplante Gewinnthesaurierung war trotz Einbeziehung der im September 2003 auf Grund der Eigenkapitalerhöhung zugeflossenen Mittel erforderlich, um die vorgesehene Kernkapitalquote zu erreichen. Zwar führte der geplante Einbehalt mit 6,9% zum 31.12.2003 zu einer geringfügigen Überschreitung dieser Zielquote. Dies ist jedoch nicht zu beanstanden, da die Kernkapitalquote nur zum Ende eines Jahres ermittelt wird, die Risikoaktiva aber während eines gesamten Wirtschaftsjahres ausgeweitet werden und das Neugeschäft nicht stetig, sondern volatil akquiriert wird, weshalb eine gewisse Eigenkapitalüberdotierung zu Beginn eines Wirtschaftsjahrs nicht unüblich ist, um nicht unterjährig unter die Zielquote zurückzufallen. Zudem führt die Planung keinesfalls zu einer dauerhaften Überschreitung der Zielquote, vielmehr ist zum Ende der Planjahre 2005 und 2006 sogar eine Unterschreitung festzustellen (Bl. 813 d.A.).

Die Planung einer kontinuierlichen Thesaurierung war schlussendlich auch deshalb veranlasst, weil in der ewigen Rente mit einem jährlichen Wachstum von 1% gerechnet wurde. Daraus folgt, dass auch die Risikoaktiva dauerhaft wachsen und deshalb ohne entsprechende Gewinnthesaurierung die Gesellschaft zwangsläufig nicht nur unter die Ziel-Kernkapitalquote, sondern auch unter die Mindestquote fallen würde (vgl. Bl. 813 f. d.A.). Der Ansicht der Antragsteller, die stetige Thesaurierung bewirke eine ständige Erhöhung der Kernkapitalquote, ist daher nicht richtig.

(1.4.3) Auch dringen die Beschwerdeführer mit ihrer Rüge, dass die Eigenkapitalbasis ebenso gut durch Ergänzungskapital, etwa durch die Ausgabe von Ge-

nussrechten, von Vorzugsaktien, Vorsorgereserven und nicht realisierten Reserven, hätte gestärkt werden können, nicht durch.

Selbst wenn es zutreffend wäre, dass die erforderliche Stärkung auch ohne die Thesaurierung von Eigenkapital erfolgen könnte, wovon nach dem Vortrag der Antragsgegnerin ohnehin nicht ausgegangen werden kann (Bl. 557 f. d.A.), bestünde kein Anlass, die von den Antragstellern angedachte modifizierte Darstellung des Ergänzungskapitals der Bewertung zugrunde zu legen.

Wie ausgeführt, sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge im Spruchverfahren nur eingeschränkt überprüfbar, da diese in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind. Die Thesaurierungsplanung ist infolge dessen nicht bereits dann zu korrigieren, wenn auch eine andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Planung möglich gewesen wäre. Dass aber die vorgelegte Planung in sich widersprüchlich wäre oder auf unzutreffenden Informationen bzw. unrealistischen Annahmen basierte, haben die Antragsteller weder aufgezeigt, noch ist dies ersichtlich.

Eine nähere Auseinandersetzung mit der streitigen Frage, ob eine Eigenkapitalstärkung über Ergänzungskapital überhaupt geeignet wäre, eine Erhöhung des Unternehmenswerts der WH-AG herbeizuführen, ist damit entbehrlich.

- (1.5) Entgegen der von Antragstellerseite geäußerten Ansicht bestand auch keine Veranlassung, eine Bandbreitenermittlung mit optimistischen und pessimistischen Varianten der Planzahlen durchzuführen, vielmehr ist im Bereich der Planannahmen mit Erwartungswerten zu arbeiten. Risikoüberlegungen spielen bei der Berechnung der Überschüsse keine Rolle. Das unternehmerische Risiko wird durch den Risikozuschlag bei der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes abgebildet.³⁴
- (2) Nicht korrekturbedürftig ist weiter, dass bei der Berechnung des Unternehmenswerts nicht nur Unternehmenssteuern berücksichtigt wurden, sondern

³⁴ Dazu IDW S1 2005 Rn. 96 ff.; vgl. auch OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 09.02.2010 - 5 W 38/09 [juris Rn. 31].

die den Aktionären zufließenden Beträge unter Abzug typisierter persönlicher Ertragsteuern berechnet worden sind.

Die Nachsteuerbetrachtung als solche erweist sich - wie der Senat bereits entschieden hat³⁵ - unter Anwendung des IDW S1 2000 für die außenstehenden Aktionäre tendenziell als vorteilhaft. Bereits deshalb ist hier eine Korrektur der Nachsteuerberechnung nicht vorzunehmen.

Da sich der Wert eines Unternehmens für den Anteilseigner nach den ihm zukommenden Nettoeinnahmen bestimmt, sind die auf Seiten der Anteilseigner anfallenden Ertragsteuern in die Bewertung einzustellen.³⁶ Die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner sind einerseits auf der Ebene der künftigen Zuflüsse und andererseits beim Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen.³⁷ Die Bewertungsgutachterin (vgl. dazu Vorstandsbericht S. 40, 53) hat dem Rechnung getragen und dazu auf der Ertragsseite zu Recht einen -typisierten³⁸ - Steuersatz von 35% (durch die Anwendung des Halbeinkünfteverfahrens reduziert auf 17,5%) angesetzt (vgl. auch Prüfungsbericht S. 20).

- bb) Die den Anteilseignern zukünftig zufließenden Beträge sind mit dem Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zu ermitteln. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich dabei aus einem risikolosen Basiszinssatz (dazu unter (1)) sowie einem Risikozuschlag (dazu unter (2)) zusammen; da der Unternehmensbewertung eine Nominalrechnung zugrunde liegt, ist in der Phase der ewigen Rente zudem ein Wachstumsabschlag (dazu unter (3)) zu berücksichtigen.

Die vom Landgericht - nach Berücksichtigung der typisierten Einkommenssteuerbelastung - angesetzten Kapitalisierungssätze in Höhe von 5,46% für die Detailplanungsphase und von 4,46% für die ewige Rente sind jedenfalls nicht zugunsten der Antragsteller zu korrigieren (dazu unter (4)). Auf dieser

³⁵ Dazu etwa OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris RN. 210]; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, 2007, Anh. § 11 Rn. 151 ff.

³⁶ Vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 54]; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, 2007, Anh. § 11 Rn. 138.

³⁷ OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris RN. 216].

³⁸ Dazu OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 212].

Grundlage ist der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zum Bewertungsstichtag zu ermitteln (dazu unter (5)).

- (1) Der vom Landgericht angenommene Basiszinssatz von 5,25% - vor Steuern - ist nicht zugunsten der Beschwerdeführer zu korrigieren.
- (1.1) Der Basiszinssatz entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi)risikofreie Anlage.³⁹ Er wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet.⁴⁰ Dabei kommt es nicht auf die aktuellen Zinssätze am Bewertungsstichtag an, die mehr oder weniger zufällig sind, sondern auf den aus der Perspektive des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigten, künftig auf Dauer zu erzielenden Nominalzins.⁴¹

Zwar lässt sich der im Unternehmenswertgutachten gewählte - und von der Vertragsprüferin unbeanstandet gelassene - Vorsteuerbasiszinssatz von 5,5% auf der Grundlage einer vergangenheitsorientierten Ermittlung der Wiederanlageverzinsung ableiten. Diese Vorgehensweise bei der Wiederanlageverzinsung entspricht weiter den Vorgaben des IDW S1 2000. Die am 18.10.2005 verabschiedete Fassung des IDW S1 2005 (Rn. 127) und dessen weitere Überarbeitung vom 02.04.2008 (IDW S1 2008, Rn. 117) empfehlen dagegen zur Berechnung des Basiszinssatzes ausschließlich die Ermittlung der Wiederanlageverzinsung anhand von Zinsstrukturkurvendaten.

- (1.2) Hier können es die Antragsteller nicht beanstanden, dass das Landgericht den Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve abgeleitet und den Vorsteuerzinssatz mit 5,25% angesetzt hat.

Wie bereits ausgeführt wurde, wäre es nach Ansicht des Senats allerdings angezeigt, bei einer Ermittlung des Basiszinssatzes auf der Grundlage des IDW S1 2005 auch die sonstigen Vorgaben dieses Bewertungsstandards zur Anwendung zu bringen, weil die jeweiligen Fassungen des IDW S1 grundsätzlich aufeinander bezogene Bewertungsprämissen enthalten. Da aber die punktuelle Berücksichtigung der Empfehlung des IDW S1 2005 zur Anwen-

³⁹ Vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 565.

⁴⁰ Vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 38]; WM 2010, 654 [juris Rn. 199].

⁴¹ OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 39]; vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 574.

derung der Zinsstrukturkurve zu einer Senkung des Basiszinssatzes und damit zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts führt, werden die Minderheitsaktionäre dadurch nur begünstigt.

Auf der Grundlage einer Anwendung der Zinsstrukturkurvenmethode ergibt sich - wie die Vertragsprüferin erläutert hat (vgl. Bl. 967 d.A.) - ein Basiszinssatz von 5,25%.

- (2) Der Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Der vom Landgericht angesetzte Wert von 3,15% ist dabei nicht zu korrigieren.

Da bei der Investition in ein Unternehmen - im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen - die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit in Rechnung zu stellen sind, ist ein Risikozuschlag zu berücksichtigen.

Zwar kann der gebotene Risikozuschlag beim Kapitalisierungszinssatz auch pauschal bestimmt werden. Die hier vom Landgericht angewendete Ermittlung anhand des Capital-Asset-Pricing-Modells (CAPM) ist aber methodisch vorzugswürdig.⁴² Dabei wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi)risikofreien öffentlichen Anleihen ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie; dazu unter (2.1)) mit einem unternehmensspezifischen Faktor multipliziert (Beta-Faktor; dazu unter (2.2)).

- (2.1) Die Vorsteuermarktrisikoprämie ist bei Anwendung des CAPM entsprechend den Empfehlungen des IDW S1 2000 im Wege der Schätzung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO mit 4,5% anzusetzen.⁴³
- (2.2) Die Vertragsprüferin und - dem folgend - das Landgericht haben den von der Bewertungsgutachterin angenommenen Beta-Faktor von 0,7 zu Recht nicht korrigiert.

⁴² OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 48]; WM 2010, 654 [juris Rn. 204]; für eine Anwendung des CAPM auch OLG Düsseldorf, ZIP 2009, 2003 [juris Rn. 122]; OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 [juris Rn. 36]; KG, AG 2009, 199 [juris Rn. 46]; zustimmend Paulsen, Wpg 2008, Sonderheft, 109, 113; Reuter, AG 2007, 1, 5.

⁴³ Vgl. etwa OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 49 f.]; AG 2010, 510 [juris Rn. 159 ff.]; AG 2011, 420 [juris Rn. 213].

Im Rahmen der nach § 287 Abs. 2 ZPO gebotenen Schätzung ist der künftige Beta-Faktor der WH-AG mit 0,7 zu taxieren. Dieser von der Bewertungsgutachterin angenommene Wert ergibt sich aus einer sachgerecht durchgeführten Peer-Group-Analyse und ist auch vor dem Hintergrund der Verhältnisse des Unternehmens zum Bewertungsstichtag geeignet, das aus der unternehmensspezifischen Risikostruktur folgende systematische Risiko in der Zukunft angemessen auszudrücken. Dementsprechend hat auch die Vertragsprüferin diesen Beta-Faktor nach Durchführung einer eigenen Peer-Group-Analyse als angemessen bezeichnet.

Es bestehen weder grundsätzliche Einwände noch ist die konkrete Handhabung zu beanstanden. Auch gibt der Umstand, dass es sich bei der WH-AG um ein beherrschtes Unternehmen handelt, keinen Anlass für eine davon abweichende Beurteilung.

(2.2.1) Der Beta-Faktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält.⁴⁴ Er drückt demnach die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus.⁴⁵ Dabei misst der Beta-Faktor 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.⁴⁶ Es handelt sich um einen durch Schätzung zu ermittelnden Zukunftswert.⁴⁷ Grundlage für die Schätzung des Beta-Faktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenige einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer-Group) sein.⁴⁸

(2.2.2) Entgegen der Auffassung der Antragsteller ist der aus den historischen Kursdaten der Aktien der WH-AG ermittelte Beta-Faktor (eigener historischer Beta-Faktor) nicht dazu geeignet, das künftige unternehmensindividuelle Risiko

⁴⁴ Vgl. Großfeld, *Recht der Unternehmensbewertung*, 5. Aufl., Rn. 728 f.

⁴⁵ Riegger in *KölnKomm., SpruchG*, 2005, Anh § 11 Rn. 21; Simon/Leverkus in *Simon, SpruchG*, 2007, Anh § 11 Rn. 129; Spremann, *Valuation*, 2004, S. 133.

⁴⁶ Wollny, *Der objektivierte Unternehmenswert*, 2. Aufl., S. 373 f.; Spremann, *Valuation*, 2004, S. 136.

⁴⁷ OLG Stuttgart, *WM* 2010, 654 [juris Rn. 235]; ebenso Großfeld, *Recht der Unternehmensbewertung*, 5. Aufl., Rn. 745; Adolff, *Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft*, 2007, S. 68.

⁴⁸ OLG Stuttgart, *WM* 2010, 654 [juris Rn. 235]; AG 2010, 510 [juris 163]; ebenso Spremann, *Valuation*, 2004, S. 138; Wollny, *Der objektivierte Unternehmenswert*, 2. Aufl., S. 376 f.; Simon/Leverkus in *Simon, SpruchG*, 2007, Anh § 11 Rn. 129.

zu schätzen; gegen den Rückgriff auf eine Peer-Group-Analyse bestehen keine Bedenken.

Die mangelnde Eignung der eigenen historischen Daten zur Prognose des künftigen Beta-Faktors des Unternehmens ergibt sich bereits - wie die Bewertungsgutachterin und die Vertragsprüferin festgestellt haben - aus dessen zweifelhafter statistischen Güte und aus der als nicht repräsentativ zu bezeichnenden Handelsaktivität in der Aktie der WH-AG.

Geht das Bestimmtheitsmaß gegen Null, fehlt dem Beta-Faktor die statistische Signifikanz.⁴⁹ Bei der Ermittlung dieses Maßes wird die Abweichung der im Rahmen der Stichproben gemessenen Werte von der Regressionsgeraden untersucht.⁵⁰ Daraus folgt ein Wert zwischen Null und Eins.⁵¹

In der Bewertungspraxis werden unterschiedliche Bestimmtheitsmaße gefordert.⁵² Die Vertragsprüferin hat dargelegt (Bl. 820 d.A.), dass - bei Überprüfung verschiedener Referenzindizes - das Bestimmtheitsmaß der WH-AG bei max. 0,01 liegt. Somit steht ein Wert in Rede, der den zu stellenden Anforderungen an die statistische Signifikanz in keinem Fall genügt.⁵³

Abgesehen davon ist auf der Grundlage der Ausführungen der Vertragsprüferin die Handelsaktivität in der Aktie der WH-AG als nicht aussagekräftig zu bewerten. Das Handelsvolumen während des Betrachtungszeitraums vom 01.09.2002 bis 01.09.2003 ist als sehr gering einzustufen. An 50,4% der Handelstage fand kein Umsatz statt. Die Anzahl der Handelstage bei denen der Kurs um mehr als 5% von dem vorhergehenden abweicht, liegt mit 51 vergleichsweise hoch. Schlussendlich wurde der Streubesitz innerhalb des Zeitraums zu lediglich rund 28% umgeschlagen. Auch weil eine geringe Liquidität der Aktie die Aussagekraft historisch ermittelter Beta-Faktoren (vgl.

⁴⁹ Vgl. OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 247]; Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, S. 68; Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, 1997, S. 67.

⁵⁰ Vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, S. 68.

⁵¹ Vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, 2009, S. 68.

⁵² Vgl. dazu die Beispiele bei Knoll, CFO aktuell 2007, 210, 211: mindestens 0,15 bzw. 0,50.

⁵³ OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 247].

Bl. 820 d.A.) beeinträchtigt,⁵⁴ können diese hier keine taugliche Grundlage für eine Schätzung des künftigen Faktors sein.

(2.2.3) Die fehlende Aussagekraft des eigenen historischen Beta-Faktors der WH-AG steht einer Anwendung des CAPM jedoch nicht entgegen. Insbesondere kann nicht gesagt werden, dass deshalb die Rechtfertigung zur Ermittlung des Risikozuschlags anhand des CAPM entfiel.⁵⁵ Der wesentliche Ansatz des CAPM liegt zwar in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Kapitalmarktdaten; diese müssen aber nicht zwingend den eigenen Kursen der Aktien des Bewertungsobjekts entnommen werden.⁵⁶ In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird sogar die Auffassung vertreten, aus den Kapitalmarktdaten mehrerer Unternehmen derselben Branche gewonnene „Branchenbetas“ seien grundsätzlich aussagekräftiger als die Verwendung eigener historischer Beta-Faktoren des zu bewertenden Unternehmens.⁵⁷ Zudem ist zu berücksichtigen, dass dann, wenn für das Bewertungsobjekt keine aussagekräftigen Kapitalmarktdaten zur Verfügung stehen, als Alternative im Grunde nur die Methode einer pauschalen Risikobewertung verbliebe. Gegenüber einer derartigen Vorgehensweise verdient das CAPM indessen schon deshalb den Vorzug, weil es methodisch transparenter ist.⁵⁸

Auf dieser Grundlage ist die von der Vertragsprüferin näher erläuterte Herleitung des anzusetzenden Beta-Faktors nicht zu beanstanden.

Die Auswahl der Peer-Group erfolgte in sachgerechter Weise.

Entscheidend für die Eignung der Vergleichsunternehmen ist in erster Linie, dass sie am selben Markt, in derselben Branche tätig sind.⁵⁹ Diesem Aspekt haben sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Vertragsprüferin Rechnung getragen.

⁵⁴ OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 255]; vgl. auch Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, 1997, S. 115 ff.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 390.

⁵⁵ A.A. Knoll, CFO aktuell 2007, 210, 212; ders., ZSteu 2006, 468, 476.

⁵⁶ OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 254].

⁵⁷ Vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 377.

⁵⁸ Vgl. OLG Stuttgart, NZG 2007, 112 [juris Rn. 48]; vgl. insg. OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 254].

⁵⁹ Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 381; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 376 f.

Auch die räumliche Marktabgrenzung ist nicht zu beanstanden. Es ist als sachgerecht zu bezeichnen, dass die Peer-Group unter Einbeziehung europäischer Hypothekenbanken gebildet wurde. Eine derartige Vorgehensweise ist angesichts der Risikostruktur der WH-AG veranlasst, weil das Unternehmen zunehmend Europa als Kerngebiet seiner Aktivität betrachtet. Der abweichenden Ansicht der Antragsteller, die meinen, die Peer-Group dürfe nur aus inländischen Unternehmen gebildet werden, kann nicht gefolgt werden.

Danach hat die Vertragsprüferin einen Beta-Faktor von 0,7 ermittelt (Bl. 818 f. d.A.). Vergleichbar ist bereits die Bewertungsgutachterin vorgegangen; sie hat unter Einbeziehung von börsennotierten deutschen, britischen und französischen Hypothekenbanken den Beta-Faktor ebenfalls auf 0,7 taxiert (vgl. Prüfungsbericht S. 21).

Eine weitere Auseinandersetzung mit der korrekten Bildung der Peer-Group ist hier jedoch ohnehin nicht veranlasst. Wenn man - einem Einwand der Antragstellerseite folgend - eine Kontrollrechnung lediglich unter Einbeziehung deutscher Hypothekenbanken vornimmt, führt dies nicht zu einer Senkung, sondern vielmehr zu einer Erhöhung des Beta-Faktor auf 0,8, wie die Vertragsprüferin aufgezeigt hat (vgl. Bl. 818, 968 d.A.).

Die Vertragsprüferin hat weiter überzeugend dargelegt, dass auch unter Einbeziehung qualitativer Erwägungen der mit 0,7 ermittelte Beta-Faktor plausibel erscheint (Prüfungsbericht S. 22).

(2.2.4) Entgegen der von Antragstellerseite vertretenen Ansicht besteht kein Anlass, den ermittelten Beta-Faktor in Frage zu stellen, weil mit der WH-AG ein in Mehrheitsbesitz stehendes Unternehmens zu bewerten ist. Zwar kommen empirische Studien zu dem Ergebnis, dass ein Zusammenhang zwischen kleinen Beta-Faktoren und einer Beherrschung von Gesellschaften besteht.⁶⁰ Dies gibt jedoch keinen Anlass, bei der Bestimmung des Beta-Faktors korrigierend einzugreifen.

⁶⁰ Erhardt/Nowak, AG 2005, Sonderheft Fair Valuations, 3, 8; Bröchle/Erhardt/Nowak, ZfB 2008, 455, 472; vgl. auch Knoll, CFO aktuell 2007, 210, 211 f.

Hiergegen spricht die in diesen Fällen wegen des geringen Handelsvolumens typischer Weise fehlende Aussagekraft der Kursdaten. Außerdem erscheint es nicht plausibel anzunehmen, dass beherrschte Unternehmen keinem oder nur einem sehr geringen unternehmerischen Risiko ausgesetzt sind. Allein eine Beherrschung senkt das unternehmerische Risiko nicht - durch die Abhängigkeit von einem Hauptaktionär kommt eher das Risiko von dessen Insolvenz als zusätzliches Risiko hinzu.⁶¹

- (3) Das Landgericht hat zu Recht mit einem Wachstumsabschlag von 1% kalkuliert; der abweichenden Ansicht der Beschwerdeführer, die geltend machen, dass der Abschlag erhöht werden müsse (Bl. 1090, 1103 d.A.), kann nicht gefolgt werden.

Der Wachstumsabschlag dient dazu, bei einer Nominalplanung die für die Zukunft erwartete Änderung der Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente abzubilden.⁶²

Hier besteht kein Anlass, den Wachstumsabschlag zu erhöhen.

Die Funktion des Wachstumsabschlags verbietet zwar eine pauschale Festsetzung, entscheidend sind vielmehr die Verhältnisse des jeweiligen Bewertungsobjekts im Einzelfall. Allerdings hat die Vertragsprüferin ausgeführt, dass bei Bewertung von Banken ein Wachstumsabschlag in dieser Höhe im Rahmen der auch sonst verwendeten Bandbreite liegt (Prüfungsbericht S. 22). Auch hat der Senat bereits mehrfach einen derartigen Ansatz nicht beanstandet.⁶³

Die Vertragsprüferin hat weiter erläutert, dass auch nach den konkret für die WH-AG zu erwartenden Verhältnissen im Zeitraum der ewigen Rente ein derartiger Ansatz angezeigt erscheint. Sie hat darauf hingewiesen, dass angesichts der bestehenden Branchen- sowie Wettbewerbssituation der WH-AG und der längerfristig zu erwartenden Intensivierung des Wettbewerbs auf den - derzeit - margenträchtigeren Auslandsmärkten ein Wachstumsabschlag an-

⁶¹ OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 255] m.w.N.; AG 2010, 510 [juris Rn. 172].

⁶² Vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 401 f.

⁶³ Vgl. OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 282]; AG 2010, 42 [juris Rn. 127]; AG 2008, 510 [juris Rn. 86]; ZIP 2007, 530 [juris Rn. 41]; NZG 2007, 112 [juris Rn. 58].

zusetzen ist, der etwas unterhalb der durchschnittlichen Preissteigerungsrate liegt (Prüfungsbericht S. 22). Außerdem kann nicht angenommen werden, dass sich das als ambitioniert zu bezeichnende Wachstum im Detailplanungszeitraum in alle Ewigkeit fortsetzen lässt (Bl. 962 d.A.).

Weil ein sich verengender Markt, der in Zukunft einem höheren Preisdruck ausgesetzt ist, in Rede steht, ist der Wachstumsabschlag mit 1% zutreffend in Ansatz gebracht worden.

- (4) Die Kapitalisierungszinssätze sind in Nachsteuerwerte zu überführen.

Da auf der Ebene der künftigen Zuflüsse bei Aktiengesellschaften im hier maßgeblichen Zeitraum das Halbeinkünfteverfahren zu beachten ist,⁶⁴ werden die Ausschüttungen an die Anteilseigner nur mit einem typisierten hälftigen Steuersatz von 17,5% belastet, auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes wird dagegen der typisierte volle Steuersatz von 35% angewendet.⁶⁵ Auf diese Weise steht der Reduzierung der Nettoeinnahmen regelmäßig ein niedrigerer Kapitalisierungszinssatz gegenüber.

Während die typisierte persönliche Ertragsteuer nach IDW S1 2000 allerdings von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag abgezogen wird, erfolgt der Steuerabzug nach IDW S1 2005 nur vom Basiszinssatz, dem ein - den Vorsteuerwert übersteigender - Nachsteuerrisikozuschlag hinzuaddiert wird.

Eine Anwendung des IDW S1 2005 führt über eine Steigerung der Kapitalisierungszinssätze grundsätzlich zu einem Sinken des Unternehmenswerts.⁶⁶

Der Senat hat bereits entschieden, dass sich für die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes nach IDW S1 2005 die realitätsnähere Erklärung der empirisch beobachtbaren Aktienrenditen anführen lässt, indem es die unter-

⁶⁴ Vgl. IDW S1 Stand 28.06.2000 Rn. 39; IDW S1 Stand 18.10.2005, Rn. 54.

⁶⁵ Dazu etwa OLG Stuttgart, AG 2011, 560 [juris Rn. 183]; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, 2007, Anh § 11 Rn. 141.

⁶⁶ OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 214].

schiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet.⁶⁷

Das Landgericht hat dennoch zur Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern entsprechend dem IDW S1 2000 den typisierten vollen Einkommensteuersatz (35%) von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag abgezogen. Damit wird auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes - entgegen der steuerrechtlichen Realität - eine einheitliche Besteuerung unterstellt. Das vermag grundsätzlich nicht zu überzeugen.⁶⁸

Diese Vorgehensweise des Landgerichts belastet allerdings die Minderheitsaktionäre nicht, da sie, wie ausgeführt, zu einem höheren Unternehmenswert führt. Eine Korrektur ist daher im Rahmen des von der Antragstellerseite eingelegten Rechtsmittels nicht veranlasst. Eine Senkung des Abfindungsbetrags kann auf Grund des Verbots einer *reformatio in peius*⁶⁹ ohnehin nicht vollzogen werden, weil die Antragsgegnerin keine Anschlussbeschwerde erhoben hat.⁷⁰

- (5) Demnach ist die Vorgehensweise des Landgerichts, dass beim Kapitalisierungszinssatz für den Detailplanungszeitraum ein Basiszinssatz von 5,25% und ein Risikozuschlag von 3,15% (Marktrisikoprämie 4,5% x Beta-Faktor 0,7) vor Steuern zugrunde zu legen ist, woraus nach Abzug der typisierten persönlichen Ertragsteuer der Anteilseigner ein Nachsteuerkapitalisierungszinssatz von 5,46% folgt, im Rahmen des allein von Antragstellerseite eingeleiteten Beschwerdeverfahrens nicht zu korrigieren. Für den Zeitraum der ewigen Rente ist ein Wachstumsabschlag von 1% zu berücksichtigen, so dass hier ein Nachsteuerkapitalisierungszinssatz von 4,46% anzusetzen ist.

⁶⁷ OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 217]; vgl. auch IDW S1 Stand 18.10.2005 Rn. 129; zustimmend Riegger in KölnKomm., SpruchG, 2005, Anh § 11 Rn. 31; Wagner/Jonas/Bailwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1014; ausführlich Hower, Unternehmensbewertung mit dem Tax-CAPM: Fortschritt oder nicht pragmatische Komplexitätssteigerung?, 2008, S. 102 ff., 129.

⁶⁸ Dazu ausführlich OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris Rn. 219]; vgl. auch Hower, Unternehmensbewertung mit dem Tax-CAPM: Fortschritt oder nicht pragmatische Komplexitätssteigerung?, 2008, S. 123; Jonas/Löffler/Wiese, Wpg 2004, 889, 900.

⁶⁹ OLG Frankfurt a.M., Beschluss vom 26.08.2009 - 5 W 49/09 [juris Rn. 15]; allg. dazu etwa Sternal in Keidel/Engelhardt/Sternal, FamFG, 16. Aufl., § 1 Rn. 40; § 69 Rn. 18 ff.

⁷⁰ Vgl. auch OLG Stuttgart, NZG 2007, 237 [juris Rn. 5].

Anhand dieser Kapitalisierungszinssätze ergibt sich - wie die Bewertungsgutachterin näher dargelegt hat (auf die Berechnung in der Anl. Ag 14 wird Bezug genommen) - zum 31.12.2002 ein Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens von rund 522.527 T€.

Zinst man den für den 31.12.2002 ermittelten Wert für den Zeitraum vom 01.01.2003 bis zum 30.10.2003 auf, errechnet sich zum Bewertungsstichtag ein Betrag von ca. 546.222 T€ (vgl. Anl. Ag 14).

- cc) Diesem Barwert der künftigen Erträge des betriebsnotwendigen Vermögens sind Sonderwerte hinzuzurechnen.
- (1) Der Wertansatz für die im Jahr 2003 durchgeführte Kapitalerhöhung belastet die Antragsteller nicht. Die Vertragsprüferin hat überzeugend ausgeführt, dass es sich nur zugunsten der außenstehenden Aktionäre auswirkt, wenn die Kapitalerhöhung als Sonderwert mit ihrem Nominalbetrag (199.239 T€) dem Ertragswert hinzugerechnet wird. Ob es überhaupt erforderlich gewesen ist, für die Kapitalerhöhung einen Sonderwert zu ermitteln, bedarf damit keiner Entscheidung.

Neben der Berücksichtigung der erweiterten Kapitalbasis bei der Ertragsplanung wird damit der Nominalbetrag der Kapitalerhöhung als Sonderwert in die Unternehmensbewertung eingestellt. Zwar wurde im Gegenzug der auf die Mittel der Kapitalerhöhung entfallende Kapitaldispositionsbeitrag aus der Zinsüberschussplanung eliminiert. Diese Vorgehensweise hat jedoch aus Sicht der Minderheitsaktionäre ertragswertsteigernde Effekte. Der Wertsteigerungseffekt resultiert daraus, dass die aus der Kapitalerhöhung sich ergebenden Vorteile lediglich partiell, nämlich beschränkt auf den Gesichtspunkt des Kapitaldispositionsbeitrags, eliminiert wurden, im Übrigen aber eintretende Vorteile - neben dem Nominalbetrag der Kapitalerhöhung - in die Bewertung des Unternehmens Eingang gefunden haben. Die Vertragsprüferin hat die sich für die Minderheitsaktionäre ergebenden Vorteile (überschlägig) berechnet und dabei aufgezeigt, in welchem Umfang die auf den Kapitaldispositionsbeitrag beschränkte Gegenrechnung hinter dem durch die Nominalrechnung erzielten Wertzuwachs zurückbleibt (vgl. Bl. 816 f., 957 d.A.). Danach führt die - keinesfalls zwingend veranlasste (vgl. Prüfungsbericht S. 17) - Ein-

stellung der nominellen Kapitalerhöhung in die Unternehmensbewertung zu einer Werterhöhung je Aktie von über 5,00 €.

- (2) Einen weiteren Sonderwert bildet das nicht betriebsnotwendige Vermögen. Die Vertragsprüferin hat, wie bereits ausgeführt, überzeugend dargelegt, dass die Zuordnung von Grundstücken und Beteiligungen zu diesem Sonderwert die außenstehenden Aktionäre nicht benachteiligt, da eine Berücksichtigung innerhalb der Ertragswertermittlung zu geringeren Werten führen würde.

Weiter erfolgte die Wertermittlung bei den von der WH-AG gehaltenen Beteiligungen sachgerecht, so dass eine Korrektur nicht veranlasst ist. Deren Wert wird in wesentlichen Bereichen ohnehin durch Immobilien determiniert. Die korrekte Bewertung des Grundbesitzes führt dementsprechend zu richtigen Wertansätzen bei den betroffenen Beteiligungen. Auch im Übrigen ist die praktizierte Vorgehensweise, etwa die Bewertung auf der Grundlage aktueller Börsenkursen, nicht zu beanstanden. Dies hat die Vertragsprüferin näher und überzeugend ausgeführt (dazu etwa Bl. 802 ff., 967 d.A.). Danach ist auch der in Teilbereichen vorgenommene Ansatz von Buchwerten richtig, weil insoweit Beteiligungen an Unternehmen in Rede stehen, die Verluste erwirtschafteten (dazu etwa Bl. 804 d.A.).

Die Kunstgegenstände wurden mangels abweichender Wertindikationen mit ihren Anschaffungskosten bewertet. Dies ist nach den überzeugenden Erläuterungen der Vertragsprüferin (vgl. Bl. 805 d.A.) sachgerecht. Die Vertragsprüferin hat dargelegt, dass die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Taxierung zu Anschaffungskosten als fehlerfrei einzuschätzen ist, weil für die Objekte kein liquider Markt existiert und diese von jungen Künstlern, die aus der Region stammen und über keinen überdurchschnittlichen Bekanntheitsgrad verfügen, geschaffen worden sind (vgl. Bl. 805 d.A.). Diese Einschätzung ist als sachgerecht zu bewerten und begegnet keinen Bedenken.

Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wurde danach zutreffend mit 137.476 T€ ermittelt.

- (3) Als Sonderwert ist auch das Körperschaftssteuerguthaben in Ansatz zu bringen. Dass die Berechnung eines Betrags von 6.006 T€ unrichtig ist, wurde weder behauptet noch ist ein Fehler ersichtlich.

- dd) Nach Hinzurechnung der Sonderwerte ermittelt sich ein Unternehmenswert zum 30.10.2003 in Höhe von 888.944 T€.

Bei der Aktienanzahl von 17.619.888 ergibt sich damit ein Wert von 50,45 € pro Aktie, der vom Landgericht für angemessen erachtet worden ist.

- b) Es besteht kein Grund, dieses Ergebnis wegen des bilanziellen Werts des Eigenkapitals zu korrigieren. Entgegen der von Antragstellerseite geäußerten Ansicht ist nicht entscheidend auf den sich aus der Handelsbilanz ergebenden Wert abzustellen.

Der bilanzielle Wert des Eigenkapitals ist auch nicht als Untergrenze der anzubietenden Abfindung zu interpretieren.

Dies bereits deshalb, weil anerkanntermaßen handelsrechtliche Bilanzwerte zur Bestimmung des Verkehrswerts nicht geeignet sind.⁷¹

Zudem kann der Ansicht, dass das bilanzielle Eigenkapital zum 31.12.2003 bei 1.088.000 T€ und damit über dem auf der Grundlage einer Ertragswertberechnung ermittelten Unternehmenswert von 888.944 T€ gelegen habe, nicht gefolgt werden. Aus dem Jahresabschluss zum 31.12.2003 ergibt sich, dass sich das Eigenkapital - inkl. des Bilanzgewinns - lediglich auf 594.529 T€ belief (Anl. Ag. 6 S. 53). Bezogen auf die einzelne Aktie errechnet sich daraus ein Wert von rund 33,74 €; mithin steht ein Betrag in Rede, der (weit) unter der vom Landgericht festgesetzten Abfindung liegt. Auch deshalb kann der Ansicht, dass auf Grund der handelsrechtlichen Bilanzwerte eine Erhöhung der Abfindung notwendig sei, nicht gefolgt werden.

- c) Der Liquidationswert rechtfertigt ebenfalls keine höhere Bewertung des Unternehmens.

Dahin gestellt bleiben kann, ob bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung der Liquidationswert stets dann als Unternehmenswert anzusetzen ist, wenn er den unter Fortführungsgesichtspunkten ermittelten Ertragswert über-

⁷¹ Vgl. OLG Frankfurt a.M., AG 2002, 404 [juris Rn. 51]; Piltz/Hannes in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 1004.

steigt,⁷² oder ob ein höherer Liquidationswert zu vernachlässigen ist, wenn eine Liquidation weder notwendig noch beabsichtigt ist, sondern das Unternehmen fortgeführt werden soll und dies wirtschaftlich auch vertretbar ist.⁷³

Hier kann der Liquidationswert bereits deshalb nicht maßgebend sein, weil die Liquidation mit erheblichen finanziellen Belastungen verbunden ist, wie sie sich insbesondere aus Sozialaufwendungen, zu leistenden Vorfälligkeitsentschädigungen sowie Bewertungsabschlägen beim kurzfristigen Verkauf von Forderungsentschädigungen und anderen Aktiva ergeben. Derartige Kosten sind bei der Ermittlung des Liquidationswerts zu berücksichtigen. Da auch der Liquidationswert ein fiktiver Wert ist, sind die Liquidationskosten einschließlich etwaiger Ertragsteuern oder auch die bei Liquidation noch fortbestehenden Verpflichtungen (z.B. Pensionsverpflichtungen) unabhängig davon abzuziehen, ob liquidiert wird oder eine Liquidationsabsicht besteht.⁷⁴

Nach einer überschlägigen Bewertung ist auf dieser Grundlage davon auszugehen, dass der Liquidationswert nicht annähernd den Ertragswert der WH-AG erreicht (vgl. dazu Vorstandsbericht S. 41; Prüfungsbericht S. 15). In einem solchen Fall ist die gesonderte Ermittlung dieses Werts nicht geboten.⁷⁵

- d) Es bestand kein Anlass, den Substanzwert des Unternehmens zu ermitteln. Der abweichenden Ansicht der Antragstellerseite kann nicht gefolgt werden.

Im Regelfall ist dieser Wert nicht aussagekräftig und hat für die Unternehmensbewertung keine eigenständige Bedeutung.⁷⁶

Nur in - hier nicht einschlägigen - Ausnahmefällen, etwa bei „sachwertbezogenen“⁷⁷ oder gemeinnützigen⁷⁸ Unternehmen, kommt diesem ein selbstständiger Aussagewert zu. Zu Recht wurde daher von einer Ermittlung des

⁷² Vgl. die Nachweise bei Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 189.
⁷³ Dazu OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29.07.2009 - I-26 W 1/08 AktE [juris Rn. 37]; Beschluss vom 28.1.2009 - I-26 W 7/07 AktE; Beschluss vom 4.10.2006 - I-26 W 7/06 AktE; vgl. auch Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 189 ff.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 1100.
⁷⁴ Vgl. BGH, NZG 2006, 425; NJW 1972, 1269; 1973, 509; NJW-RR 1986, 1066; 2005, 153; OLG Stuttgart, AG 2008, 783 [juris 109].
⁷⁵ Vgl. OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 218].
⁷⁶ OLG Celle, DB 1979, 1031; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321, 324; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 110, 206, 1115.
⁷⁷ Dazu BGH, ZIP 1998, 1161, 1166.
⁷⁸ Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rn. 206.

Substanzwerts der WH-AG abgesehen (vgl. auch Vorstandsbericht S. 41, Prüfungsbericht S. 15).

- e) Auch eine kapitalmarktbezogene Betrachtung des Aktien- bzw. Unternehmenswerts gibt keine Veranlassung für eine Erhöhung des vom Landgericht festgesetzten Abfindungsbetrags.
- aa) Auszugehen ist nicht von einer auf den Bewertungsstichtag oder den Aktienhöchstkurs abstellende Betrachtung, vielmehr ist ein Durchschnittskurs maßgebend.⁷⁹
- bb) Relevant ist dabei grundsätzlich der nach Handelsumsätzen gewichtete Durchschnittskurs einer dreimonatigen Referenzperiode, die nicht erst am Bewertungsstichtag, sondern bereits mit der Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme endet.⁸⁰
- (1) Der nach den Handelsumsätzen gewichtete Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss des Gewinnabführungsvertrags am 17.09.2003 betrug 44,75 €.⁸¹ Bei Betrachtung eines Sechsmonatszeitraums ergibt sich ein Durchschnittskurs von lediglich 42,51 €; der Höchstkurs in diesem Zeitraum belief sich auf 47,48 € (vgl. Vorstandsbericht S. 57). Danach ist hier kein Grund ersichtlich, den Abfindungsbetrag zu erhöhen.
- (2) Der Umstand, dass sich nach dem Vortrag der Antragstellerseite der Börsenkurs zum 30.10.2003, dem Bewertungsstichtag, auf einen Wert von 52,00 € eingependelt habe (dazu auch Bl. 406/407 d.A.), ist nicht entscheidend.

Zwar kann es im Einzelfall angezeigt sein, den aus einer dreimonatigen Referenzperiode vor Bekanntgabe der Ausschlussabsicht ermittelten Durchschnittskurs anhand der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung hochzurechnen, wenn zwischen der Bekanntgabe und dem Bewertungsstichtag ein längerer Zeitraum verstreicht und die vorgenannte Entwicklung

⁷⁹ BVerfGE 100, 289 [juris Rn. 69] „DAT/Altana“; OLG Stuttgart, ZIP 2010, 274 [juris Rn. 98].
⁸⁰ BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 20, 25] - Stollwerck; NZG 2011, 1708; OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 222]; WM 2010, 654 [juris Rn. 111]; ebenso OLG Düsseldorf, AG 2010, 35 [juris Rn. 49].
⁸¹ BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 20 und 25] - Stollwerck; OLG Stuttgart, AG 2010, 510 [juris Rn. 222]; WM 2010, 654 [juris Rn. 111]; ebenso OLG Düsseldorf, AG 2010, 35 [juris Rn. 49].

eine Anpassung geboten erscheinen lässt.⁸² Diese Voraussetzungen sind hier aber nicht erfüllt.

(2.1) Das Erfordernis der Berücksichtigung der Entwicklung über die Bekanntgabe der Strukturmaßnahme hinaus im Wege der Hochrechnung soll lediglich vor Missbrauch der mit der Bekanntgabe verbundenen Gestaltungsmöglichkeiten durch den Mehrheitsaktionär schützen. Dieser soll insbesondere nicht in der Lage sein, durch ein frühzeitiges Ankündigen der Maßnahme und einem sich anschließenden Zuwarten mit deren Umsetzung die Minderheitsaktionäre von einer positiven Börsenveränderung auszuschließen.⁸³

(2.2) Vor diesem Hintergrund muss die Berücksichtigung von Entwicklungen über die Bekanntgabe der Strukturmaßnahme hinaus auf Ausnahmefälle beschränkt sein, in denen die Durchführung der angekündigten Maßnahmen ohne sachlichen Grund verzögert wurde. Danach ist eine Anpassung an nachträgliche Veränderungen in den Fällen nicht veranlasst, in denen die Maßnahme innerhalb einer üblichen Zeitspanne durchgeführt wird. Angesichts des Aufwands für Bewertung, Prüfung und Vorbereitung der Hauptversammlung ist dies bei einem Zeitraum von bis zu sechs Monaten anzunehmen.⁸⁴ Der Bundesgerichtshof hat einen „längeren Zeitraum“ erst bei einer Dauer von siebeneinhalb Monaten bejaht.⁸⁵ Zwischen Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses eines Gewinnabführungsvertrags Mitte September 2003 und der Zustimmung der Hauptversammlung am 30.10.2003 liegen hier nur etwa eineinhalb Monate, eine Zeitspanne die jedenfalls als sachlich gerechtfertigt einzustufen ist.

f) Auf dieser Grundlage kann auch im Rahmen der zur Verkehrswertbestimmung gebotenen Gesamtbetrachtung nicht festgestellt werden, dass die angebotene Abfindung unangemessen ist. Keine der genannten Wertermittlungsmethoden führt zu einem Wert des Aktieneigentums der übrigen Aktionäre, welcher über dem vom Landgericht für angemessen erachteten Betrag

⁸² BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 29] - Stollwerck; dazu etwa Zeeck, AG 2010, 699; Müller-Michaels, BB 2010, 1944; Bungert, BB 2010, 2227; Neumann, DB 2010, 1869.

⁸³ BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 29] - Stollwerck; dazu auch Bungert, BB 2010, 2227; Bückler, NZG 2010, 967; Wasmann, ZGR 2011, 83.

⁸⁴ OLG Stuttgart, AG 2011, 420 [juris Rn. 143]; Bungert, BB 2010, 2227, 2229; Bückler, NZG 2010, 967, 970; Wasmann, ZGR 2011, 83, 94.

(50,45 €) liegt. Eine nähere Auseinandersetzung mit der Frage, welcher Verkehrswert im Rahmen der veranlassten Schätzung des Gericht unter Würdigung aller Umstände des Einzelfalles als angemessen zu bezeichnen ist, erübrigt sich damit. Die Beschwerdeführer können jedenfalls keine (weitere) Erhöhung der Abfindung beanspruchen.

2. Der neben der Abfindung angebotene Ausgleich ist entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer nicht zu erhöhen; das Angebot von 2,68 € (netto) je Aktie ist angemessen.

Da die Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin eine GmbH war, kommt nur ein fester Ausgleich nach § 304 Abs. 2 S. 1 AktG in Betracht.

Der Ausgleich ersetzt im Gegensatz zur Abfindung nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende.⁸⁶ Maßgeblich für seine Berechnung ist der sich unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen - jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen - nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft ohne den Gewinnabführungsvertrag hätte.⁸⁷ Angesichts seiner theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragserwartungen der Gesellschaft kann der Ausgleichsbetrag im Grundsatz durch Verrentung des im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswertes berechnet werden.⁸⁸ Es sind allerdings Unterschiede bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung einerseits und des angemessenen Ausgleichs andererseits zu berücksichtigen. Dies betrifft zunächst den Umstand, dass Vermögen, welches in der Ertragswertermittlung als nicht betriebsnotwendiges eingestuft wurde, das aber Erträge abwirft, in den für die Berechnung des Ausgleichs maßgebenden Betrag einzustellen ist (dazu unter a)). Der so ermittelte Wert ist mit einem auf den Ausgleich ausgerichteten Kapitalisierungszinssatz zu verzinsen (dazu unter b)). Weiter ergeben sich Unterschiede bei der Behandlung von Steuern (dazu unter c)). Auf dieser Grundlage ist der feste Ausgleich zu berechnen (dazu unter d)).

⁸⁵ BGH, AG 2010, 629 [juris Rn. 30] - Stollwerck.

⁸⁶ Vgl. BGHZ 166, 195 [juris Rn. 11].

⁸⁷ Vgl. BGHZ 156, 57 [juris Rn. 12] - Ytong.

⁸⁸ Vgl. BGHZ 156, 57 [juris Rn. 14] - Ytong; OLG München, AG 2008, 28 [juris Rn. 49]; OLG Stuttgart, ZIP 2008, 883 [juris Rn. 116].

- a) Der im Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert bildet die Grundlage für die Berechnung des Ausgleichs. Da aber entscheidend auf die bisherige Ertragslage der Gesellschaft und ihre künftigen Ertragsaussichten abzustellen ist, muss außerdem nicht betriebsnotwendiges Vermögen bei der Berechnung berücksichtigt werden, soweit daraus tatsächlich Erträge erzielt werden.⁸⁹ Auch zu erwartende Erträge aus einer bereits geplanten Veräußerung sind in die Berechnung einzustellen.⁹⁰

Danach ist die Vorgehensweise des Landgerichts bei der Ermittlung des Ausgleichs nicht zu beanstanden. Entgegen der von den Beschwerdeführern vertretenen Ansicht wurde in der angefochtenen Entscheidung keinesfalls sämtliches Vermögen, das als nicht betriebsnotwendig eingestuft wurde, bei der Bestimmung des angemessenen Ausgleichs unberücksichtigt gelassen. Wie sich der Begründung des Beschlusses klar entnehmen lässt, wurde - zutreffend - maßgeblich auf die Frage der Ertragslosigkeit abgestellt.

- aa) Zunächst ist festzuhalten, dass der von der Bewertungsgutachterin angenommene zeitliche Bezugspunkt zur Berechnung des Ausgleichs zutreffend gewählt worden ist.

Die auch von der Vertragsprüferin und vom Landgericht bestätigte Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, die zur Ermittlung des Ausgleichs auf den 31.12.2002 abgestellt hat, ist sachgerecht. Da die - jährlich gleich bleibende - Ausgleichszahlung bereits für das (volle) Geschäftsjahr gezahlt werden muss, in dem der Gewinnabführungsvertrag wirksam wird, hat deren Berechnung sich auf den Beginn dieses Jahrs zu beziehen.⁹¹ Hier ist somit auf den 31.12.2002 abzustellen. Diese Handhabung ist allein deshalb veranlasst, weil andernfalls eine Doppelzählung eintreten würde.⁹² Die Stichtagbezogenheit der Bewertung im Übrigen, insbesondere die auf den 30.10.2003 auszu-

⁸⁹ BGHZ 156, 57 [juris Rn. 14] - Ytong; BayObLG, AG 2006, 41, 45; 2002, 390, 391; OLG München, AG 2008, 28, 32; Paulsen in MünchKomm., AktG, 3. Aufl., § 304 Rn. 89; Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 82 m.w.N. auch zur abweichenden Ansicht.

⁹⁰ OLG München, AG 2008, 28, 32.

⁹¹ Popp, Wpg 2008, 23, 29.

⁹² Popp, Wpg 2008, 23, 28.

richtende Festlegung der einzelnen Bewertungsfaktoren, wird dadurch nicht in Frage gestellt.⁹³

- bb) Weiter ist bei der Berechnung des Ausgleichs von der Fiktion der Vollausschüttung auszugehen, d.h. von dem Verzicht auf die Bildung anderer Gewinnrücklagen im Sinne des § 272 Abs. 3 S. 2 HGB; lediglich die gesetzlichen Rücklagen sowie die zur Substanzerhaltung erforderlichen, angemessenen Abschreibungen sind im Rahmen der §§ 253, 279 ff. HGB abzusetzen.⁹⁴

Diesen Anforderungen wurde hier genügt.

Der Grundsatz der Vollausschüttung wurde, wie bereits ausgeführt, beachtet. Gewinne wurden lediglich thesauriert, soweit dies für die im Rahmen der Unternehmensplanung angenommene Ertragssteigerung erforderlich gewesen ist. Diese Vorgehensweise führt zu einer Erhöhung des Unternehmenswerts und wirkt sich deshalb auch bei der Ermittlung des angemessenen Ausgleichsbetrags zugunsten der Minderheitsaktionäre aus (vgl. auch Bl. 814 d.A.). Es steht nicht die Bildung anderer, freier Gewinnrücklagen in Rede, vielmehr wurde allein den Erfordernissen Rechnung getragen, die mit der - als ambitioniert einzustufenden - Unternehmensplanung verbunden sind.

- b) Bei der Bestimmung des Barwertfaktors ist dem Umstand Rechnung zu tragen, dass der feste Ausgleich einem geringeren Risiko als eine grundsätzlich unsichere Dividendenzahlung, aber einem höheren Risiko als eine risikoarme Anlage in festverzinslichen Wertpapieren unterliegt. Bei der Garantiedividende ist nicht das volle Eigenkapitalrisiko zu tragen, vielmehr besteht in erster Linie das auf den Mehrheitsaktionär bezogene Ausfallrisiko. Zu berücksichtigen ist aber auch, dass eine etwaige Beendigung des Gewinnabführungsvertrags in Rechnung zu stellen ist und deshalb die künftigen Erträge der außenstehenden Aktionäre mit weiteren Risiken belastet sind. Eine andere Handhabung ist hier auch nicht auf Grund der konkreten Umstände des Einzelfalls veranlasst.

⁹³ Dazu ausführlich Popp, Wpg 2008, 23, 27 ff.

⁹⁴ Dazu etwa OLG Stuttgart, AG 1994, 564, 565; OLG Karlsruhe, AG 1998, 288, 289; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 304 Rn. 32 m.w.N.

Dieser besonderen Risikostruktur ist nach Ansicht des Senats⁹⁵ dadurch Rechnung zu tragen, dass der Verrentungszinssatz als Mittelwert zwischen Basiszinssatz und vollem Kapitalisierungszinssatz zu bilden ist. Dementsprechend sind die Bewertungsgutachterin (Vorstandsbericht S. 59), die Vertragsprüferin (Prüfungsbericht S. 24) und das Landgericht vorgegangen.

Auf der Grundlage der bei Ermittlung des Ertragswerts in Ansatz gebrachten Kapitalisierungszinssätze erachtet der Senat nach einer Mittelwertbildung (Basiszinssatz: 5,25%; voller Kapitalisierungszinssatz: 8,4%) einen Verrentungszinssatz von 6,83% für angemessen.

- c) Auch ist es - wie der Senat bereits entschieden hat⁹⁶ - nicht korrekturbedürftig, dass bei der Berechnung des Ausgleichs von Nachsteuerwerten ausgegangen worden ist.

Dies gilt ebenfalls, soweit die - den jeweils ausschüttungsfähigen Gewinn mindernde - Körperschaftsteuer in Rede steht.

Eines gesonderten Ausweises der vom Unternehmen zu entrichtenden Körperschaftssteuerbelastung samt Solidaritätszuschlag⁹⁷ bedurfte es dabei ausnahmsweise nicht. Auch unter diesem Aspekt ist die angefochtene Entscheidung daher nicht abzuändern.

Grundsätzlich ist dem außenstehenden Aktionär als angemessener Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige Bruttogewinn je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftssteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs zu gewähren.⁹⁸ In entsprechender Weise ist der Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen.⁹⁹

Auch nach Ansicht des BGH¹⁰⁰ können die außenstehenden Aktionäre schlussendlich nur eine um die Körperschaftsteuer geminderte Zahlung be-

⁹⁵ Dazu ausführlich OLG Stuttgart, WM 2010, 654 [juris 320 ff.] m.w.N.; AG 2010, 510 [juris Rn. 254 f.]; vgl. auch OLG Frankfurt a.M., AG 2011, 629 [juris Rn. 49]; Popp, Wpg. 2008, 23; ders. Wpg. 2006, 436.

⁹⁶ OLG Stuttgart, AG 2008, 783 [juris Rn. 117].

⁹⁷ Grds. dazu BGHZ 156, 57, 60 - Ytong.

⁹⁸ BGHZ 156, 57, 60 - Ytong.

⁹⁹ OLG München, AG 2007, 411, 414.

¹⁰⁰ BGHZ 156, 57, 60 - Ytong..

ansprechen;¹⁰¹ lediglich die Berechnung des Ausgleichsbetrags wird nach der Rechtsprechung des BGH - unter Abkehr vom Stichtagprinzip¹⁰² - von der künftigen Steuerrechtsentwicklung abhängig gemacht, weil den Aktionären der Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden (Ausschüttungs-)Körperschaftssteuer in Höhe des „jeweils gültigen Steuertarifs“ zugesprochen werden soll.¹⁰³

Hier kann offen bleiben, inwieweit dieser Ansicht zu folgen ist,¹⁰⁴ insbesondere muss nicht entschieden werden, ob die Ansicht des BGH für den Anwendungsbereich des Halbeinkünfteverfahrens überhaupt Geltung beansprucht, nachdem die genannte Entscheidung zum Anrechnungsverfahren ergangen ist.¹⁰⁵ Eine Korrektur des angefochtenen Beschlusses, in dem von einem Abfindungsbetrag nach Abzug der Körperschaftsteuerbelastung samt Solidaritätszuschlag ausgegangen wurde, ist jedenfalls wegen der besonderen Einzelfallumstände nicht veranlasst. Ein gesonderter Ausweis dieser Steuern war hier unabhängig von einer Entscheidung des Meinungsstreits nicht erforderlich.

Der Umstand, dass die Körperschaftssteuer gesondert ausgewiesen werden soll, ist bei Anwendung des Anrechnungsverfahrens zunächst dadurch veranlasst, dass diese als steuerliches Anrechnungsguthaben einen dividendengleichen Vermögenswert darstellt.¹⁰⁶ Weiter wird erreicht, dass sich Änderungen des Körperschaftssteuersatzes auf die Höhe des von dem Unternehmen an die Aktionäre zu zahlenden Ausgleichs auswirken.¹⁰⁷ Der Ausgleich erhält dadurch eine variable Komponente, weil sich der Nettoauszahlungsbetrag, je nach Höhe des Körperschaftssteuersatzes, verändert.¹⁰⁸

¹⁰¹ Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 88.

¹⁰² Vgl. dazu Baldamus, AG 2005, 77, 82; kritisch dazu etwa Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 89 f.; Popp, Wpg 2008, 23, 26.

¹⁰³ Hasselbach/Hirte in GroßKomm-AktG, 2005, § 304 Rn. 85; Paulsen in MünchKomm., AktG, 3. Aufl., § 304 Rn. 62.

¹⁰⁴ Kritisch dazu Popp, Wpg 2008, 23, 26.

¹⁰⁵ Bejahend Baldamus, AG 2005, 77, 82; verneinend Popp, Wpg 2008, 23, 26; zweifelnd Hasselbach/Hirte in GroßKomm-AktG, 2005, § 304 Rn. 85.

¹⁰⁶ Dazu Baldamus, AG 2005, 77, 79; Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 25.

¹⁰⁷ Vgl. auch Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., § 394 Rn. 34d.

¹⁰⁸ OLG Frankfurt a.M., AG 2010, 798 [juris Rn. 118]; Paulsen in MünchKomm., AktG, 3. Aufl., § 304 Rn. 62.

Unter beiden Aspekten sind eine Berechnung des Bruttogewinnanteils und eine darauf bezogene Ausurteilung des Zahlungsbetrags nicht veranlasst.

Unter Geltung des Halbeinkünfteverfahrens verringert die Körperschaftsteuer die Überschüsse auf Unternehmensebene definitiv. Den Aktionären steht kein Anrechnungsguthaben zu,¹⁰⁹ weshalb auch ein gesonderter Ausweis für diese nicht erforderlich ist.

Auch muss hier dem Aspekt einer zukünftigen Veränderung des Körperschaftsteuersatzes nicht Rechnung getragen werden. Sämtliche Minderheitsaktionäre sind im Jahr 2005 auf Verlangen der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegen eine Abfindung (wirksam) aus der WH-AG ausgeschlossen worden. Die Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister erfolgte am 26.07.2005. Damit entfiel ein bestehender Anspruch der außenstehenden Aktionäre auf Gewährung einer Ausgleichszahlung, eintretende Veränderungen der Steuersätze können sich somit nicht mehr auswirken.¹¹⁰

- d) Auf dieser Grundlage ist der feste Ausgleich - in Anlehnung an die Berechnung der Bewertungsgutachterin (vgl. dazu Vorstandsbericht S. 60 sowie Anl. Ag 14) - wie folgt zu ermitteln:
 - aa) Der zum 30.10.2003 errechnete Unternehmenswert (888.944 T€) ist mit dem ermittelten Nachsteuerzinssatz von 5,46% auf den 31.12.2002 abzuzinsen. Dadurch ergibt sich ein Betrag von rund 859.000 T€, wobei - zugunsten der Minderheitsaktionäre - auf eine Abzinsung des Nominalbetrags der Kapitalerhöhung verzichtet wurde.

Weiter hat der Senat zugunsten der Beschwerdeführer das gesamte - auch ertragsunwirksame - Vermögen in die Berechnung eingestellt. Auf die vom Landgericht vorgenommenen Kürzungen muss nicht eingegangen werden, weil unabhängig davon keine Veranlassung besteht, den festen Ausgleich zu erhöhen.

¹⁰⁹ Dazu Baldamus, AG 2005, 77, 79.
¹¹⁰ OLG Frankfurt a.M., AG 2010, 798 [juris Rn. 119].

- bb) Aus dem Unternehmenswert ist mit Hilfe des Verrentungszinssatzes und unter Zugrundelegung eines (typisierten) Steuersatzes von 35% eine jährliche Ausschüttung zu berechnen. Da die Zuflüsse der Ausgleichszahlungen beim Aktionär nach dem Halbeinkünfteverfahren, d.h. unter Zugrundelegung des hälftigen (typisierten) Einkommensteuersatzes besteuert werden,¹¹¹ ist dieser Betrag auf der Grundlage des Steuersatzes von 17,5% in eine Brutto-Garantiedividende umzurechnen (vgl. auch Vorstandsbericht S. 59 f.).¹¹²

Auf der Grundlage eines Verrentungszinssatzes von 6,83% errechnet sich aus dem Unternehmenswert ein - auf alle Aktionäre bezogener - Bruttobetrag von 58.669,70 T€. Davon ist die (typisierte) Einkommenssteuer von 35% in Abzug zu bringen ist, womit sich ein Betrag von 38.135,31 T€ ergibt.¹¹³

Wird der so definierte Nachsteuerbetrag von 38.135,31 T€ mit 82,5% gleichgesetzt, errechnet sich damit ein Bruttobetrag (100%) von 46.224,62 T€.

- cc) Bezogen auf die Anzahl der Aktien (17.619.788) folgt daraus eine - um Körperschaftssteuern incl. Solidaritätszuschlag gekürzte - Brutto-Garantiedividende von 2,62 €. Der Betrag liegt unter dem von der Antragsgegnerin angebotenen Ausgleich, weshalb die Beschwerden auch insoweit unbegründet sind.

III.

1. Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung im Beschwerdeverfahren war nicht geboten. Nach § 8 Abs. 1 S. 1 SpruchG ist zwar im Regelfall, aber nicht zwingend mündlich zu verhandeln. Durch den Verzicht auf eine völlige Freistellung der mündlichen Verhandlung wollte der Gesetzgeber nur eine Beeinträchtigung des rechtlichen Gehörs durch Beschränkungen des Rechts, dem sachverständigen Prüfer Fragen zu stellen, vermeiden.¹¹⁴ Diese Möglichkeit hatten die Beschwerdeführer hier aber bereits in der mündlichen Verhandlung vor dem Landgericht. Eine nochmalige Anhörung des sachverständigen Prüfers im Beschwerdeverfahren war nicht veranlasst. Auch bestanden keine sonstigen Gründe, in die mündliche Ver-

¹¹¹ Hasselbach/Hirte in GroßKomm-AktG, 2005, § 304 Rn. 164 f. m.w.N.

¹¹² Dazu etwa Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 304 Rn. 87.

¹¹³ Vgl. dazu auch OLG Stuttgart, AG 2008 783 [juris Rn. 121].

¹¹⁴ Vgl. OLG Stuttgart, AG 2010, 42 [juris Rn. 158]; 2010, 510 [juris Rn. 257]; 2011, 205 [juris Rn. 267].

handlung einzutreten. Die wesentlichen Aspekte des Verfahrens sind bereits vor dem Landgericht erörtert und in der angefochtenen Entscheidung abgehandelt worden.

2. Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens sind nach § 15 Abs. 2 S. 1 SpruchG von der Antragsgegnerin zu tragen. Die Voraussetzungen für eine Billigkeitsentscheidung nach § 15 Abs. 2 S. 2 SpruchG sind nicht erfüllt, da die sofortigen Beschwerden nicht offensichtlich unbegründet sind. Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Beschwerdeführer durch die Antragsgegnerin aus Billigkeitsgründen gemäß § 15 Abs. 4 SpruchG ist bei Zurückweisung der sofortigen Beschwerden nicht veranlasst.
3. Angesichts der Zurückweisung der Beschwerden ist der Geschäftswert entsprechend § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG auf 200.000 Euro festzusetzen. Der Umstand, dass im Beschwerdeverfahren über Abfindung und Ausgleich zu befinden war, veranlasst keine Zusammenrechnung, weil beide Arten der Kompensation nur alternativ gewährt werden.¹¹⁵

¹¹⁵ Vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 15 SpruchG Rn. 5.