

21 W 135/20  
3-05 O 79/19 Landgericht Frankfurt  
am Main

Zur Geschäftsstelle gelangt  
am 20. Juni 2022



## **OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN**

### **BESCHLUSS**

In dem Spruchstellenverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen  
Minderheitsaktionäre der Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG

hat der 21. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht , die Richterin am Oberlandesgericht ; und die Richterin am Oberlandesgericht am 15.Juni 2022 beschlossen:

Auf die Beschwerden der Antragsteller zu 9), 10), 26), 27), 39) bis 40), 42), 46) bis 56), 58) und 59) wird der Beschluss vom 13.08.2020 aufgehoben und das Verfahren zur erneuten Verhandlung und Entscheidung – auch über die Kosten des Beschwerdeverfahrens - an das Landgericht Frankfurt am Main zurückverwiesen.

**Gründe:**

I.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Elektrische Licht- und Kraftanlagen Aktiengesellschaft (im folgenden ELIKRAFT AG) mit Sitz in Borken. Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von 11.250.000,- € war in 225.000 Aktien

eingeteilt. Die Aktien der ELIKRAFT AG wurden im regulierten Markt an der Börse Hamburg unter der ISIN DE000524007/WKN 525400 sowie im Freiverkehr an den Börsen Stuttgart und Berlin gehandelt.

Die ELIKRAFT AG war im Handelsregister des Amtsgerichts Fritzlar eingetragen. Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr. Gegenstand des Unternehmens war die Erzeugung und Beschaffung von sowie die Versorgung, der Vertrieb und der Handel mit Energie sowie deren Transport oder Übertragung sowie der Erwerb und die Verwaltung von Beteiligungen sowie der Erwerb, die An- und Vermietung, die Verwaltung und die Veräußerung von Anlagevermögen jeglicher Art, insbesondere im Parkhaus- und Parkraumgewerbe. Die ELIKRAFT AG bestand als Muttergesellschaft aus der Tochtergesellschaft

mit einem Kapitalanteil von 94,54 % sowie

mit

einem Kapitalanteil von 100 %. Im Jahr 2018 beschäftigte die Unternehmensgruppe durchschnittlich auf Vollzeitkräfte umgerechnet 4 Mitarbeiter. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit war der Betrieb der an der Lahn gelegenen Wasserkraftwerke Diez und Kirschhofen, deren Eigentümerin die ELIKRAFT AG war. Zudem ist die Gesellschaft über die Tochtergesellschaft Eigentümerin einer Parkhausimmobilie und ist durch die Park-Bau GmbH als Verwalterin von Parkhausimmobilien tätig. Der Vorstand der ELIKRAFT AG besteht aus einer Person. Bei dieser handelt es sich um den persönlich haftenden Gesellschafter der Antragsgegnerin.

Die Antragsgegnerin ist eine Kommanditgesellschaft mit Sitz in Borken. Gegenstand des Unternehmens ist der Erwerb, das Halten und das Verwalten von Beteiligungen an anderen Gesellschaften.

Mit Schreiben vom 05.12.2018 stellte die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin der ELIKRAFT AG gegenüber dem Vorstand das Verlangen, über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff AktG zu beschließen. Zu diesem Zeitpunkt besaß die Antragsgegnerin 218.820 Aktien, mithin 95,03 % des Grundkapitals.

Zur Feststellung der angemessenen Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG hatte die Antragsgegnerin ( ) (im folgenden Bewertungsgutachterin) mit der Erstellung einer Bewertung der ELIKRAFT AG beauftragt. Die Bewertungsgutachterin ermittelte einen Unternehmenswert der ELIKRAFT AG nach dem Ertragswertverfahren in Höhe von 62,79 € zum 01.01.2019. Sie kam zu der Feststellung, dass der Börsenkurs, der in den letzten Monaten vor der Bekanntmachung des Squeeze-Out-Verfahrens durchgängig deutlich über dem Ertragswert gelegen hatte, nicht den Marktwert der Aktie widerspiegeln, nachdem der Bid-Ask-Spread, das Handelsvolumen und der Handelsumsatz weit entfernt von den Richtwerten seien und der Kursverlauf völlig unabhängig von der DAX-Entwicklung gewesen sei. Er könne daher auch nicht als Untergrenze für eine angemessene Barabfindung herangezogen werden. Wegen der Einzelheiten wird auf die gutachterliche Stellungnahme als Anlage zu dem Übertragungsbericht Bezug genommen.

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht mit Beschluss vom 11.12.2018 ( ) (im folgenden sachverständige Prüferin) zur Prüferin der Angemessenheit des festgelegten Barabfindungsbetrages bestellt. In ihrem Prüfungsbericht vom 11.04.2019 hat die sachverständige Prüferin die Angemessenheit der Höhe der Barabfindung bestätigt. Wegen der Einzelheiten wird auf den Prüfbericht verwiesen.

Mit Schreiben vom 23.05.2019 teilte die Antragsgegnerin mit, dass aufgrund einer zwischenzeitlich eingetretenen Verringerung des Basiszinssatzes die Barabfindung auf 69,39 € erhöht werde.

In der Hauptversammlung der ELIKRAFT AG am 24.05.2018 wurde sodann gemäß § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG beschlossen, die Aktien der übrigen Aktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von 69,39 € auf die Antragsgegnerin zu übertragen.

Dieser Beschluss wurde am 31.07.2019 in das Handelsregister eingetragen. Zu diesem Zeitpunkt befanden sich noch 11.180 Aktien der ELIKRAFT AG in Streubesitz.

Beginnend ab dem 14.08.2019 leiteten die Antragsteller ein Spruchverfahren mit dem Ziel ein, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich prüfen zu lassen. Sie wenden sich im Wesentlichen gegen die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes. So sei die Marktrisikoprämie mit 5,5 % zu hoch und der Wachstumsfaktor mit 1 % zu niedrig. Der Stichtag sei falsch, es fehle die erforderliche Hochrechnung. Die Planung sei unzureichend und unplausibel, insbesondere vor dem Hintergrund steigender Strompreise. Der Börsenkurs hätte berücksichtigt werden müssen.

Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre hat unter Berücksichtigung von Börsenkursen der Börsen Hamburg und Stuttgart einen durchschnittlichen 3-Monatskurs in Höhe von 77,79 € berechnet, welcher noch hochzurechnen sei. Des Weiteren hat er u.a. geltend gemacht, bereits die unterlassene Aufzinsung zum Bewertungsstichtag hätte zu einem Wert von 70,21 € führen müssen. Der Basiszins hätte wegen unzutreffender Rundung durch die Antragsgegnerin nur in Höhe von 0,7 % berücksichtigt werden dürfen. Das letzte Planjahr sei nicht mit dem Wachstumsfaktor sondern lediglich in Höhe von 0,63 % fortgeschrieben worden. Der unverschuldete Beta-Faktor sei falsch gewichtet, der Verschuldungsgrad für die ewige Rente fehlerhaft abgeleitet worden.

Die Antragsgegnerin hat die Höhe der Abfindung verteidigt. Insbesondere könne der Börsenkurs nicht berücksichtigt werden (Bl. 127 ff Bd. 38 d.A.). Aus der Aufstellung des gemeinsamen Vertreters gehe hervor, dass an den beiden aufgeführten Börsenplätzen jeweils weniger als an 7 % der Börsenhandelstage überhaupt ein realer Handel durch Kauf und Verkauf der Aktien zustande gekommen war, ebenso, dass die Börsenkurse zwischen den Börsen Hamburg und Stuttgart an einer Vielzahl gleicher Börsenhandelstage teils erheblich, vielfach über 10 % voneinander abgewichen hatten.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 13.08.2020 die angemessene Abfindung gemäß § 327a AktG in Höhe von 77,79 € festgesetzt. Zur Begründung hat es im Wesentlichen ausgeführt, als Bewertungsmethode sei vorliegend die Heranziehung der Börsenkurse angemessen. Eine Marktengung, die dazu zwingen könnte, dem Börsenkurs die Relevanz als Untergrenze abzusprechen, sei nicht ersichtlich und auch nicht näher dargelegt. Die Aktie sei zwar im Referenzzeitraum von 64 Handelstagen nur an 4 Tagen tatsächlich gehandelt worden. An weiteren 45 Tagen hätte es aber Geldkurse, hinter denen ein tatsächliches Geldangebot stehen würde, gegeben, so dass eine Veräußerungsmöglichkeit bestanden hätte. Entsprechendes habe für die Börse Stuttgart gegolten. Der gewichtete Börsenkurs habe entsprechend der unwidersprochen gebliebenen Darlegungen des gemeinsamen Vertreters 77,79 € betragen. Entscheidend sei weniger die Frage der Liquidität des Aktienhandels, sondern ob es hinreichende Anzeichen für einen verzerrten Börsenkurs gebe. Wegen der Begründung im Einzelnen wird auf den angefochtenen Beschluss (Bl. 261 ff Bd. 38 d.A.) Bezug genommen. Der Beschluss ist den Antragstellern nicht förmlich zugestellt worden.

Gegen die Entscheidung haben die Antragsteller zu 9) und 10) (Bl. 308 Bd. 38), zu 26) und 27) (Bl. 6 Bd. 39 d.A.), zu 38) bis 40) (Bl. 11 Bd. 39 d.A.), zu 42) und 46) (Bl. 16 Bd. 39 d.A.), zu 47) bis 51) (Bl. 22 Bd. 39 d.A.), zu 52) bis 54) (Bl. 1 Bd. 39 d.A.), zu 55 und 56) (Bl. 27 Bd. 39 d.A.) und zu 58) und 59) (Bl. 33 Bd. 39 d.A.) Beschwerde eingelegt.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 25.09.2021 (Bl. 42 ff Bd. 39 d.A.) den Beschwerden nicht abgeholfen.

Mit den Beschwerden verfolgen die beschwerdeführenden Antragsteller das Ziel, eine über dem Betrag von 77,79 € liegende Barabfindung festsetzen zu lassen. Sie machen geltend, der Ertragswert würde erheblich über dem allenfalls als Untergrenze in Betracht kommenden Börsenwert liegen, so dass dieser ordnungsgemäß zu ermitteln und der Schätzung zu grunde zu legen sei. Der gemeinsame Vertreter habe hierbei eine mögliche Ertragswertspanne zwischen 91,67 € bis 123,67 € umfassend dargelegt. Da kein liquider Handel der ELIKRAFT-

Aktie stattgefunden habe, könne der Börsenwert keine geeignete Schätzgrundlage darstellen. Bloße Geldkurse könnten wegen der einseitigen Erwartung einzelner Marktteilnehmer und der fehlenden Preisbildung keine Ausgangsbasis für eine Unternehmenswertermittlung darstellen. Die Antragsteller zu 55) und 56) sowie zu 58) und 59) haben beantragt, das Verfahren unter Aufhebung des Beschlusses zur weiteren Aufklärung des Sachverhalts und Entscheidung an das Landgericht zurückzuverweisen (Bl. 28,34 Bd. 39 d.A.).

Die Antragsgegnerin verteidigt den angefochtenen Beschluss. Die Heranziehung der marktwertorientierten Bewertungsmethode durch das Landgericht sei zulässig gewesen. Eine Marktengte sei nicht aufgezeigt worden.

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

## **B.**

Auf die zulässigen Beschwerden der Antragsteller war das Verfahren gemäß § 69 Abs. 1 S.2 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG unter Aufhebung der angefochtenen Entscheidung an das Landgericht zurückzuverweisen. Das erstinstanzliche Verfahren leidet unter einem wesentlichen Verfahrensmangel, da das Landgericht seiner Entscheidung den Börsenwert nicht ohne Einholung eines Sachverständigengutachtens hätte zugrunde legen dürfen.

I. Die Beschwerden der Antragsteller sind zulässig, insbesondere sind alle Rechtsmittel form- und fristgerecht eingelegt worden. Die beschwerdeführenden Antragsteller hatten jeweils Beschwerde eingelegt, bevor eine ordnungsgemäße Zustellung des Beschlusses erfolgt war, so dass die 5-Monats-Frist des § 63 Abs. 3 S.2 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG zur Anwendung gekommen ist. Diese Frist wurde mit den zwischen dem 21.08.2020 und 23.09.2020 eingegangenen Beschwerden ohne weiteres eingehalten.

Schließlich erreichen die Antragsteller als Beschwerdeführer den aufgrund der Nichtzulassung der Beschwerde gemäß § 61 Abs. 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG erforderlichen Beschwerdewert von über 600 €. Bereits die Antragsteller zu 52) bis 54) als Beschwerdeführer hielten 923 Aktien. Daraus ergibt sich, dass schon deren Beschwer die erforderliche Beschwerdesumme von 600 € überschreitet. Mit den geltend gemachten Bewertungsrügen wird eine erhebliche Erhöhung der Abfindung verfolgt. Dies wiederum hat zur Folge, dass für alle Beschwerdeführer und zwar auch diejenigen, die lediglich über eine Aktie der ELIKRAFT AG verfügt haben, die erforderliche Beschwerdesumme erreicht ist (vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2018 – II ZB 15/17, juris Rn. 24).

II. Der angefochtene Beschluss war auf den Antrag der Antragsteller zu 55) und 56) sowie zu 58) und 59) aufzuheben und zur erneuten Verhandlung und Entscheidung an das Landgericht zurückzuverweisen (§ 69 Abs. 1 S.2 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG). Der von dem Landgericht zur Begründung der Angemessenheit der Abfindung herangezogene Börsenkurs stellt vorliegend keine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes dar, da eine hinreichende Aussagekraft vom Landgericht nicht verfahrensfehlerfrei festgestellt worden ist.

1. Entgegen der Auffassung des Landgerichts kann der Unternehmenswert vorliegend nicht – jedenfalls nicht ohne weitere Ermittlungen – anhand des Börsenwertes geschätzt werden. Denn es kann nicht festgestellt werden, dass dieser eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt.

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

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

Wenn die Abfindung nicht nach dem Börsenkurs der gehaltenen Aktie als Untergrenze der Abfindung bestimmt wird, ist in der Regel der anteilige Unternehmenswert zugrunde zu legen, wobei der Wert des Unternehmens im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln ist (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, juris Rn 21; Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris Rn 33; BGHZ 147, 108, 116). Hierfür ist entscheidend, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die von dem Gericht vorzunehmende Schätzung geschaffen ist. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige (vgl. Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357), aber sowohl aus verfassungsrechtlicher (vgl. BVerfG NJW 2007, 3266, zit. nach juris Rn 23) als auch aus einfachrechtlicher (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 42; BGHZ 147, 108, zit. nach juris Rn. 20 aE) Sicht nicht notwendiger Weise bestmögliche Grundlage handelt. Dies bedeutet, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 42 mwN). Zudem muss das Gericht im konkreten Fall in Ausübung des ihm zugestandenen Ermessens von der Geeignetheit und Aussagekraft der von ihm zur Schätzung herangezogenen Methode überzeugt sein. Nicht erforderlich ist demgegenüber, dass sich das Gericht ein abschließendes Bild über die widerstreitenden Ansichten innerhalb der Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Methoden oder Parametern machen müsste. Ausreichend ist vielmehr eine Beurteilung der Tragfähigkeit der Schätzgrundlagen nach pflichtgemäßem Ermessen gemessen an dem Ziel einer

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

b) Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze kann die Schätzung des Unternehmenswertes der ELIKRAFT AG nicht anhand des Börsenwertes der Gesellschaft ermittelt werden. Denn dieser stellt nach den bisherigen Feststellungen unter Berücksichtigung der Illiquidität der Aktie keine geeignete Bewertungsmethode dar. Darüber hinaus ist der von dem Landgericht angenommene Börsenwert ohne weitere Ermittlung nicht hinreichend plausibel.

Zwar kann der Wert eines Unternehmens grundsätzlich auch unter Rückgriff auf die jeweiligen Börsenkurse ermittelt werden, wobei der Wert des Unternehmens sich aus dem Produkt vom jeweiligen Börsenkurs und der Anzahl aller Aktien der Gesellschaft ergibt. Denn es entspricht mittlerweile gefestigter Rechtsprechung und Praxis, dass es sich bei der am Marktwert orientierten Schätzung des Unternehmenswertes um einen verlässlichen Ansatz zur Wertermittlung handelt (vgl. für viele Senat, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, juris Rn. 31; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 305 Rn. 55; Adolff/Hässler in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, 2190; Decher in: FS Maier – Reimer, 2010, 57, 69 ff.; Schmidt NZG 2020, 1361; Wasmann, AG 2021, 179, 188 ff.). Dem steht nicht entgegen, dass auch kritische Stimmen in der Literatur zu verzeichnen sind (vgl. etwa Ruthardt/Popp, AG 2019, 196, 204; Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 41; Schulte/Köller/Luksch, WPg 2012, 380, zuletzt FAUB, WpG 2021, 958 ff.). So stößt zum Beispiel auch das (Tax-)CAPM zur Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos auf teilweise vehemente Kritik in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur. Dennoch vermag dieser Umstand nichts daran zu ändern, dass es sich bei dem (Tax-)CAPM um eine in Rechtsprechung und Literatur seit langem anerkannte und angewandte Methode

handelt (vgl. Senat, Beschluss vom 17.01.2019 – 21 W 37/12, juris Rn. 105; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226).

Voraussetzung hierfür ist jedoch, dass der Börsenkurs eine verlässliche Aussage über den (mindestens zu gewährenden) Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt. Dies ist dann der Fall, wenn die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewertet haben und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niedergeschlagen hat (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108, 116; Senat, Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, juris Rn. 39).

Vorliegend kann eine hinreichende Aussagekraft des Börsenkurses jedoch nicht festgestellt werden.

Nach den von der sachverständigen Prüferin bestätigten Feststellungen in dem Bewertungsgutachten sowie der Aufstellung des gemeinsamen Vertreters fand in dem maßgeblichen Drei-Monats-Zeitraum nur ein ganz geringer Handel mit Aktien statt, es sind erhebliche Kurssprünge sowie erhebliche Differenzen zwischen den Kursen an den Börsen Hamburg, Berlin und Stuttgart festzustellen. Der Bid-Ask-Spread betrug 26,24 %. Danach lässt sich schon kein liquider Aktienhandel als Mindestvoraussetzung für eine hinreichende Aussagekraft der Börsenkurse feststellen. Insoweit hatten sowohl der Bewertungsgutachter als auch die sachverständige Prüferin die Eignung des Börsenkurses bereits für die Frage der Heranziehung des eigenen Beta-Faktors der ELIKRAFT verneint. Ist aber der Börsenkurs nicht geeignet, das unternehmerische Risiko als Teilaspekt des Unternehmenswertes abzubilden, spricht regelmäßig wenig dafür, den Unternehmenswert allein anhand des Börsenwertes zu schätzen (Senat, Beschluss vom 26.01.2017 - 21 W 75/15, juris Rn. 31,34).

Nach der Rechtsprechung des Senats ist die Liquidität der Aktie ein für die Aussagekraft des Börsenkurses wesentliches Kriterium, welches im Rahmen der

pflichtgemäßen Ausübung tatrichterlichen Ermessens bei der Frage der Eignung des Börsenkurses als Schätzgrundlage – neben der Frage der Verzerrung - mit zu berücksichtigen ist (Senat, aaO; Beschluss vom 26.04.2021 - 21 W 139/19, juris Rn. 40).

Warum angesichts der offenkundigen Illiquidität der Aktie die Börsenkurse eine hinreichende Aussagekraft bezüglich des Verkehrswertes des Unternehmens haben könnte, ist nicht ersichtlich und wird auch von dem Landgericht nicht aufgezeigt.

Allein der Umstand, dass eine Marktengte durch die Antragsteller nicht vorgetragen wurde, ändert nichts an einer mangelnden Aussagekraft der Börsenkurse. Zudem hatte die Antragsgegnerin sich erstinstanzlich ausdrücklich auf eine Marktengte berufen. Nicht nachvollziehbar ist, wie das Landgericht angesichts der ganz erheblichen Kurssprünge wie von der Antragsgegnerin dargelegt von teilweise deutlich über 5 % das Vorliegen einer Marktengte verneint hat. Hiermit befassen sich die Ausführungen zur Marktengte auf Seite 36 der Entscheidungsgründe schon nicht. Ob die tatsächlich zu geringe Anzahl der Handelstage mit der Begründung von vorhandenen Geldkursen entkräftet werden könnte, dürfte jedenfalls nicht ohne Hinzuziehung eines Sachverständigen festzustellen sein. Die etwaige Marktengte betrifft zudem die Frage der Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze. Auch in diesem Zusammenhang wäre im Hinblick auf die Feststellungen der sachverständigen Prüferin, die den Börsenkursen mit Blick auf die Illiquidität aber auch wegen einer vom Markt abgekoppelten Entwicklung der Kurse bereits eine Eignung als Untergrenze abspricht, für den Fall einer von dieser Einschätzung abweichenden Auffassung die Einholung eines Sachverständigengutachtens veranlasst gewesen.

Überdies ist auch hinsichtlich der Höhe der bislang allein von dem gemeinsamen Vertreter berechnete Börsenkurs nicht als Schätzgrundlage geeignet, da dieser nicht hinreichend plausibel erscheint. Der gemeinsame Vertreter hat bei seiner Berechnung den Aktienhandel an der Börse Berlin nicht mit einbezogen, da dort nur – geschätzte - Taxkurse von Skontroführern festgestellt worden seien. Ob dies der

Fall ist, kann jedenfalls nach der auch von der Sachverständigen in ihrem Prüfbericht dargestellten Kursentwicklung der Börse Berlin nicht ohne weiteres festgestellt werden. Insoweit wäre zumindest eine Nachfrage veranlasst gewesen, warum die sachverständige Prüferin für die Darstellung der Kursentwicklung der ELIKRAFT AG auch die Taxkurse, die vor Feststellung eines Börsenpreises festgelegt werden und insoweit nicht Bestandteil einer Kursfeststellung sind (vgl. § 24 Abs. 1 S.1 BörsG), angeführt hat. Dass die Antragsgegnerin die Berechnung selbst nicht bestritten hat, ändert nichts daran, dass die eigene gerichtliche Schätzung auf plausiblen Annahmen beruhen muss.

Hinsichtlich des Börsenkurses, der mangels Liquidität jedenfalls nicht die alleinige Schätzgrundlage darstellen dürfte, ist zudem zweifelhaft, ob dieser eine valide Untergrenze darstellen könnte. Dies mag mit Blick auf die große Zahl von Geldkursen und damit einer grundsätzlichen Veräußerungsmöglichkeit zwar möglicherweise begründet werden können. Im vorliegenden Fall, an dem an den zwei Börsen insgesamt nur an 6 Handelstagen überhaupt ein festgestellter Börsenkurs dokumentiert ist, dürften dann aber die Geldkurse jedenfalls auch in die Berechnung des Börsenkurses als Untergrenze mit einzufließen haben, welches ebenfalls zum Gegenstand einer sachverständigen Überprüfung gemacht werden müsste. Im Rahmen einer überschlägigen Berechnung, in der die Geldkurse am jeweiligen Tag mit einem Umsatz von 1 Stück berücksichtigt wurden, würde sich etwa ein durchschnittlicher Börsenkurs in Höhe von ca. 74,- € als Untergrenze ergeben.

Auch ist zu berücksichtigen, dass nur die Aktien an der Börse Hamburg im regulierten Markt gehandelt wurden. Zwar können auch Freiverkehrskurse für die Ermittlung des Dreimonatsdurchschnittskurses bei entsprechender Eignung herangezogen werden, so etwa, wenn der Handel im Referenzzeitraum überwiegend im Freiverkehr stattgefunden hat (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 11.05.2015 - 26 W 2/13, juris Rn. 34; Popp/Ruthard in Fleischer/Hüttemann, Handbuch der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rn. 12.199 mwN). Hier bestehen allerdings bereits angesichts der erheblichen Kursunterschiede an den verschiedenen Börsen Bedenken dahingehend, dass diese den wahren Wert des

Unternehmens widerspiegeln würden. Auch insoweit wäre, soweit überhaupt eine hinreichende Aussagekraft der Börsenkurse angenommen werden könnte (s.o.) die Hinzuziehung eines Sachverständigen zur Feststellung der etwaigen Höhe – auch im Hinblick auf eine eventuelle Berücksichtigung als Untergrenze - veranlasst.

2. Eine Schätzung des Unternehmenswertes kann angesichts der Einwände der Antragsteller allerdings auch – noch - nicht auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens erfolgen.

Die Feststellungen in dem Bewertungsgutachten und in dem Prüfbericht sind angesichts der hiergegen erhobenen Einwände noch nicht für eine verlässliche Schätzung des Unternehmenswertes geeignet. Zwar bestehen nach der ständigen Rechtsprechung des Senats grundsätzlich keine Bedenken gegen die Annahme einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 %. Ebenso wenig sind im Ausgangspunkt der Wachstumsabschlag in Höhe von 1 % sowie die Annahmen zur Ausschüttung in der ewigen Rente in Höhe von 50 % zu beanstanden. Auch hinsichtlich der Detailplanungsphase bestehen keine grundsätzlichen Bedenken. Zwar handelt es sich offenbar um eine Anlassplanung, welche zudem durch den mit dem persönlich haftenden Gesellschafter der Antragsgegnerin personenidentischen Vorstand erfolgt ist. Angesichts der der Planung im Wesentlichen zugrundeliegenden langfristig abgeschlossenen Verträge bestand indes nur ein geringer Planungsspielraum.

Hingegen ist die Ableitung der ewigen Rente weder in dem Bewertungsgutachten, noch in dem Prüfbericht nachvollziehbar dargetan. Entsprechendes gilt für die Annahme des Verschuldungsgrades der Gesellschaft in der ewigen Rente, welcher für das Relevanz maßgeblich ist. Warum der Verschuldungsgrad in der ewigen Rente auf dem Niveau des letzten Planjahres bleiben sollte, erscheint bislang nicht hinreichend dargetan, nachdem die Verbindlichkeiten weiter getilgt werden sollten. Die Aufrundung des Basiszinssatzes von 0,742 auf 0,75 widerspricht nicht nur der ständigen Rechtsprechung des Senats sondern auch der Empfehlung des FAUB, nach der bei einem Basiszinssatz unter 1,0 eine Rundung auf 1/10 erfolgen soll. Hinsichtlich der Ableitung des Beta-Faktors ist der Beobachtungszeitraum kritisch

zu hinterfragen. Die Bewertungsgutachterin hat einen 5-Jahres-Zeitraum mit wöchentlichen Intervallen gewählt. Obwohl die sachverständige Prüferin in ihrem Bericht Beobachtungszeiträume von fünf Jahren mit monatlichen und zwei Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen als in der Praxis überwiegend vorkommend bezeichnet, hat sie ohne nähere Begründung das wöchentliche Renditeintervall auch für den 5-Jahres-Zeitraum als angemessen bestätigt. Die Begründung in den Randziffern 114,115 des Prüfberichts vermögen indes nur die Wahl des längeren Beobachtungszeitraums zu begründen. Ebenfalls erscheint die Wahl des MSCI-World als Referenzindex jedenfalls für den Bereich der Immobilienverwaltung nicht ohne weiteres überzeugend. Der gemeinsame Vertreter hat bei Betrachtung eines 5 Jahres Zeitraums mit monatlichen Intervallen und einem nationalen Referenzindex einen niedrigeren Beta-Faktor dargelegt.

Zutreffend rügen die Antragsteller schließlich, dass keine Hochrechnung auf den Bewertungsstichtag erfolgt ist.

Bereits wegen der noch aufklärungsbedürftigen Parameter des Kapitalisierungszinssatzes und der Ableitung der ewigen Rente ist daher die Einholung eines Sachverständigengutachtens veranlasst. Eine ergänzende Anhörung der sachverständigen Prüferin erscheint angesichts der Vielzahl der bestehenden Unklarheiten nicht zielführend.

3. Gemäß § 69 Abs. 1 S.1 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG hat das Beschwerdegericht grundsätzlich eine eigene Sachentscheidung zu treffen. Eine Zurückverweisung kommt ausnahmsweise nur dann in Betracht, wenn das Verfahren an einem so wesentlichen Mangel leidet, dass es keine Grundlage für eine die Instanz beendende Entscheidung sein kann. Ob ein wesentlicher Verfahrensmangel vorliegt, ist allein aufgrund des materiell-rechtlichen Standpunkts des Erstgerichts zu beurteilen, auch wenn das Rechtsmittelgericht ihn für verfehlt erachtet (BGH, NZI 2010, 449, zit. nach juris Rn. 11,14). Dabei kann ein wesentlicher Fehler auch bei ungenügender Aufklärung des Sachverhalts vorliegen, welcher im Ergebnis dazu führt, dass die Sachentscheidung des Erstgerichts dem

Verlust einer Instanz gleichkommt (Keidel/Sternal, FamFG, 2020, § 69 Rn. 15b mwN).

a) Die Entscheidung des Landgerichts beruht auf einem wesentlichen Verfahrensmangel. Angesichts der Angaben der sachverständigen Prüferin zur fehlenden Liquidität der Aktie konnte das Landgericht auch ausgehend von dessen eigener Rechtsauffassung - soweit diese der teilweise widersprüchlichen Begründung zu entnehmen ist - die Frage der Aussagekraft des Börsenkurses nicht hiervon abweichend ohne Einholung eines Sachverständigengutachtens entscheiden. Denn das Landgericht geht selbst davon aus, dass eine Schätzung des Unternehmenswertes anhand des Börsenkurses nur dann in Betracht kommt, wenn es aussagekräftige Börsenkurse gibt, die zur Bestimmung des Verkehrswerts der Aktie heranzuziehen sind (S. 26 oben der Entscheidungsgründe). Dabei sei es für die Heranziehung von Börsenkursen legitim und ausreichend, wenn es keine Anhaltspunkte für eine „ineffektive Bewertung“ der dem Kapitalmarkt zugänglich gemachten Informationen gibt (S. 23 oben der Entscheidungsgründe).

Vorliegend hat die sachverständige Prüferin jedoch unter Hinweis auf das geringe Handelsvolumen und den hohen bid-ask-spread konkrete Anhaltspunkte für eine „ineffektive Bewertung“ der dem Kapitalmarkt zugänglich gemachten Informationen aufgezeigt. Die hierdurch zum Ausdruck gebrachte Auffassung entspricht auch der ständigen Rechtsprechung des Senats, wonach die Liquidität der Aktie ein maßgebliches Kriterium für eine effektive Informationsverarbeitung des Kapitalmarktes und damit für eine etwaige Eignung des Börsenkurses als – alleinige – Schätzgrundlage ist (Senat, Beschluss vom 26.04.2021 – 21 W 139/19, juris Rn. 57; Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 78; Beschluss vom 05.12.2013 – 21 W 36/12, juris Rn. 44 sowie OLG Frankfurt, Beschluss vom 03.09.2010 – 5 W 57/09, Rn. 124). Von dieser Rechtsprechung hat sich das erstinstanzliche Gericht nicht distanziert, sondern sich diese im Rahmen seiner Begründung zu eigen gemacht.

Da das Landgericht die Aussagekraft des Börsenkurses für notwendig hält, um die Abfindung allein anhand des Kurses zu bestimmen und gleichzeitig die Liquidität

des Marktes als wichtiges Kriterium für die Aussagekraft billigt, hätte das erstinstanzliche Gericht daher ohne Einholung eines Sachverständigengutachtens abweichend von der Einschätzung der sachverständigen Prüferin nicht aus eigener Sachkunde heraus die Aussagekraft der völlig illiquiden Kurse bejahen dürfen.

Soweit das Gericht in den Beschlussgründen beginnend ab Seite 34 im 2. Absatz sich mit Bedenken gegen die Heranziehung des Börsenkurses auseinandersetzt, erfolgt die Prüfung ausgehend von der Frage der Marktengde ausdrücklich nur mit Blick auf die Relevanz des Börsenkurses als Untergrenze einer Abfindung. Aussagen bzw. Feststellungen für einen als alleinige Schätzgrundlage geeigneten, aussagekräftigen Börsenkurs werden damit nicht getroffen.

Gleichzeitig kann den Entscheidungsgründen auch nicht entnommen werden, dass das Landgericht die – lediglich rechtsirrig, aber nicht verfahrensfehlerbehaftete - Auffassung vertreten wollte, die Frage der Liquidität sei für die Aussagekraft des Börsenkurses unter dem Gesichtspunkt der Informationseffizienz unerheblich. Dagegen spricht bereits, dass das Landgericht im Wesentlichen sich auf die Argumentation des Landgerichts Stuttgart stützt und in den dort entschiedenen Fällen die Aussagekraft des Börsenkurses als solche gerade nicht in Frage gestellt worden ist (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 08.05.2019 – 31 O 25/13, juris Rn. 371, 389; Beschluss vom 03.04.2018 – 31 O 138/15, juris Rn. 186,187).

b) Auch die weiteren Voraussetzungen für eine Zurückverweisung gemäß § 69 Abs. 1 S.3 FamFG liegen vor. Verschiedene Antragsteller haben die Zurückverweisung beantragt. Es ist eine umfangreiche Beweisaufnahme durch Einholung eines Sachverständigengutachtens sowohl zum Ertragswert als auch zur Eignung sowie zur Höhe des Börsenwertes jedenfalls als Untergrenze veranlasst.

Die Zurückverweisung entspricht vorliegend billigem Ermessen. Zwar ist durch die Zurückverweisung eine zeitliche Verzögerung zu erwarten. Diese würde aber in ebenfalls nicht unerheblichem Umfang auch im Rahmen des Beschwerdeverfahrens bei Einholung des Sachverständigengutachtens auftreten. Angesichts der mangelnden Feststellungen sowohl zum Ertrags- als auch zum

Börsenwert, wäre mit einer eigenen Sachentscheidung der vollständige Verlust einer Tatsacheninstanz verbunden.

III. Die Entscheidung über die Kosten des Beschwerdeverfahrens war dem Landgericht vorzubehalten, weil noch nicht feststeht, ob die Beschwerden lediglich vorläufigen Erfolg haben oder auch in der Sache selbst gerechtfertigt waren.

Die Festsetzung des Geschäftswertes für das Beschwerdeverfahren kann erst nach der Entscheidung in der Hauptsache erfolgen, da diese vom Verfahrensausgang abhängig ist (§ 74 GNotKG).

Die Voraussetzungen für die Zulassung der Rechtsbeschwerde (§ 70 Abs. 2 FamFG) liegen nicht vor.