

3-05 O 198/13

**LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN  
BESCHLUSS**

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossen Minderheitsaktionäre der  
Dyckerhoff AG

gegen

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter . . . und die Handelsrichterin nach mündlicher Verhandlung vom 28.4.2015 am 8.6.2015 beschlossen:

Der angemessene Abfindungsbetrag gem. § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Dyckerhoff AG wird auf jeweils EUR 52,40 für eine Stammaktie und für eine Vorzugsaktie der Dyckerhoff AG festgesetzt.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens zu erstatten.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 7.257.834,92 festgesetzt.

Die Beschwerde wird nicht zugelassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt.

## Gründe

## I.

Die Dyckerhoff AG (im Folgenden DAG) war im Jahre 2013 eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht und ist mittlerweile in eine GmbH umgewandelt worden. Sie hatte ihren Sitz in Wiesbaden und war im Handelsregister des Amtsgerichts Wiesbaden unter HRB 2035 eingetragen. Das Geschäftsjahr war das Kalenderjahr.

Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand der DAG war Gewinnung, Verarbeitung und Vertrieb von mineralischen Rohstoffen sowie Herstellung und Vertrieb von Baustoffen jeder Art, sonstigen Erzeugnissen der Steine- und Erdenindustrie und Erzeugnissen verwandter Industriezweige; Planung, Errichtung, Vertrieb und Betrieb von Industrieanlagen für den eigenen Bedarf und für Dritte, insbesondere zur Gewinnung und Verarbeitung mineralischer Rohstoffe und zur Herstellung von Baustoffen jeder Art, einschließlich Wärmerückgewinnung und Abfallbeseitigung. Die Gesellschaft konnte diesen Unternehmensgegenstand selbst oder durch Tochter- und Beteiligungsgesellschaften verwirklichen. Die Gesellschaft war berechtigt, alle Geschäfte vorzunehmen, die mit dem Gegenstand des Unternehmens zusammenhängen oder ihn unmittelbar oder mittelbar fördern. Sie konnte sich hierzu in jeder geeigneten Form an Unternehmungen beteiligen sowie Unternehmen gleicher oder verwandter Art gründen oder erwerben, Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten und Unternehmensverträge und ähnliche Verträge abschließen, Unternehmen unter einheitlicher Leitung zusammenfassen oder sich auf die Verwaltung von Beteiligungen beschränken.

Das Grundkapital der DAG im Jahre 2013 betrug EUR 105.639.815,68 und war eingeteilt in 20.667.554 Stück nennbetragslose Stammaktien und 20.597.999 Stück nennbetragslose Vorzugsaktien ohne Stimmrecht, insgesamt 41.265.553 Aktien. Die Aktien waren Stückaktien und lauteten auf den Inhaber.

Die Vorzugsaktien waren mit einem Gewinnvorzug nach Maßgabe von § 29 Buchstabe a) der Satzung ausgestattet, d.h. die Vorzugsaktien erhielten aus dem zur Verteilung gelangenden Gewinn vorweg einen Vorzugsgewinnanteil von EUR 0,13 je Stück Vorzugsaktie, ferner nach Ausschüttung eines Gewinnanteils von EUR 0,13 je Stück Stammaktie von einem weiteren zur Ausschüttung gelangenden Gewinn in gleicher Weise wie die Stammaktien einen dem Verhältnis der auf die Aktien entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals entsprechenden Anteil. Gelangte in einem Geschäftsjahr der

Vorzugsgewinnanteil von EUR 0,13 je Stück Vorzugsaktie nicht zur Ausschüttung, so war der Fehlbetrag ohne Zinsen aus dem Bilanzgewinn nachfolgender Geschäftsjahre vorweg auszahlbar; hierbei waren zuerst die ältesten Rückstände nachzahlbar; erst nach Ausgleich sämtlicher Rückstände war der Vorzugsgewinnanteil für das abgelaufene Geschäftsjahr auszuschütten.

Die Vorzugs- und Stammaktien der DAG waren zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börse Düsseldorf sowie im Teilbereich des regulierten Markts mit weiteren Zulassungsfolgenpflichten an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) zugelassen, wo sie im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt werden. Ferner wurden die Aktien der DAG im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Hamburg, Hannover (nur Vorzugsaktien), München und Stuttgart gehandelt.

Nach einem Erwerb von 34 Prozent des Grundkapitals der DAG stockte die Antragsgegnerin zwischen 2002 und 2012 ihre Beteiligung an der DAG auf, vermittels eines öffentlichen Umtauschangebots an die Vorzugsaktionäre der DAG im Herbst 2003 und eines freiwilligen Erwerbsangebots Ende 2006 und anderer Akquisitionen. Im Ergebnis führte dies zu einer Gesamtbeteiligung im Jahre 2012 von 98,08 Prozent an den Stammaktien. Die DAG teilte hierzu am 23.11.2012 in einer Ad-hoc-Mitteilung dem Kapitalmarkt folgendes mit:

*„Die Dyckerhoff AG hat heute von ihrem Hauptaktionär folgende Mitteilung erhalten:*

*erhöht ihre Beteiligung an der Dyckerhoff AG  
hat am heutigen Tag einen Vertrag geschlossen, der bis zum 30. November 2012 ausgeführt wird. Er betrifft den Erwerb von Stammaktien und von Vorzugsaktien der deutschen Tochtergesellschaft Dyckerhoff AG und hat zur Folge, dass sich die Gesamtbeteiligung an der Dyckerhoff AG auf 96,6% des Grundkapitals (98,1% der Stammaktien und 95,2% der Vorzugsaktien) beläuft.*

*Das deutsche Recht berechtigt denjenigen Aktionär, der mindestens 95% des Grundkapitals der Gesellschaft hält, die Übertragung aller Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär zu beschließen (Squeeze-out). Zum gegenwärtigen Zeitpunkt hat* *keine Entscheidung über die*

*Ausübung dieses Rechts getroffen.*

*hat unter Berücksichtigung des heutigen Vertrages im laufenden Geschäftsjahr insgesamt 20.499 Stammaktien und 1.347.951 Vorzugsaktien der Dyckerhoff AG zu einem Gesamtkaufpreis von etwa 71,7 Millionen Euro erworben.“*

Bereits 2004 hatten die DAG und die Antragsgegnerin ihre Aktivitäten auf dem US-amerikanischen Markt zusammengeschlossen. Die DAG einerseits brachte ihre über die Dyckerhoff Inc. gehaltenen Anteile an der 1999 in den USA akquirierten Lone Star Industries Inc. und die Antragsgegnerin andererseits ihre mittelbar gehaltenen Anteile an der

in die gemeinsame Holdinggesellschaft

ein. Im folgenden Jahr wurde der Geschäftsbereich Zentraleuropa Ost/Amerika in die Geschäftsbereiche Osteuropa und USA aufgespalten.

2007 wurden die bisherigen Aktivitäten der DAG im Transportbeton sowie Sand und Kies in den Niederlanden in die neu gegründete Dyckerhoff Basal Nederland B.V. überführt.

Mit Schreiben vom 8.2.2013 verlangte die Antragsgegnerin vom Vorstand der DAG einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Squeeze-out) durchzuführen, worauf eine entsprechende Mitteilung an den Kapitalmarkt erfolgte. Der auf diesen Zeitpunkt bezogene gewichtete durchschnittliche drei-monatige Börsenkurs davor gem. § 5 Abs. 2 WpÜG-AngVO betrug EUR 39,04 je Stammaktie und EUR 38,29 je Vorzugsaktie.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung beauftragte die Antragsgegnerin mit einem Bewertungsgutachten, das eine Abfindung nach dem Ertragswert von einheitlich für Vorzugs- und Stammaktien EUR 47,16 jeweils ermittelte, wobei bei der Kapitalisierung ein Basiszins von 2,25 % eine Marktrisikoprämie von 5,5 nach pers. Steuern, der mittels einer peer group ermittelte Beta-Faktor unverschuldet 0,82 (verschuldet 1,01 – 1,05) und der Wachstumsabschlag mit 1,0 % angesetzt wurde.

Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten gutachterliche Stellungnahme zum Übertragungsbericht verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 18.2.2012 – 3-05 O 48/13 –

(im Folgenden Prüferin) zur sachverständigen Prüferin für die

Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In deren Prüfbericht vom 14.5.2013 wird die Angemessenheit der Abfindung von EUR 47,16 bestätigt.

Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu der Akte gereichten Prüfbericht vom 18.2.2013 verwiesen.

Im vorliegenden Verfahren hat die Kammer eine ergänzende Stellungnahme der Prüferin eingeholt, die diese am 16.1.2015 erstattet hat. Wegen der Einzelheiten wird auf die zur Akte gereichte Stellungnahme Bezug genommen.

In der Hauptversammlung der DAG vom 12.7.2013 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre (Stamm- und Vorzugsaktien) an die Antragsgegnerin zu einem Preis von EUR 47,16 beschlossen.

Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 27.8.2013. Zu diesem Zeitpunkt wurden 397.108 Stammaktien und 987.975 Vorzugsaktien der DAG nicht von der Antragsgegnerin direkt oder mittelbar gehalten

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag je Vorzugs- und Stammaktie von EUR 47,16 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG.

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre beanstanden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge. Sie halten den angesetzten Basiszins von 2,25 % und die Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % für zu hoch, den über eine peer-group ermittelten adjusted Beta-Faktor von 0,82 (unverschuldet) für unzutreffend. Die Zusammensetzung der peer-group sei nicht sachgerecht. Es hätte das eigene Beta verwendet werden müssen. Der Wachstumsabschlag von 1 % sei zu niedrig.

Nach Auffassung einiger Antragsteller sei das Stimmrecht für die Stammaktien zu Unrecht nicht berücksichtigt worden; andere Antragsteller vertreten hingegen die Ansicht, der Dividendenvorzug bei den Vorzugsaktien sei zu Unrecht nicht berücksichtigt worden. Stille Reserven seien nicht hinreichend berücksichtigt worden, ebenfalls seien Investitions- und Reparaturkosten vorgezogen worden, um den Betrag der Abfindung zu reduzieren. Es seien zu Unrecht Anpassungen der Planung durch den

Bewertungsgutachtervorgenommen worden. Die Vergangenheitsanalyse sei nicht ordnungsgemäß erfolgt. Die Planung sei zu pessimistisch, bzw. unplausibel. Die Annahmen des Marktumfeldes seien unzutreffend. Risiken seien überschätzt, Chancen unterschätzt worden. Die Annahme eines rückläufigen Umsatzes in manchen Geschäftsbereichen sei nicht einmal mit der Planung eines Anstiegs der Mitarbeiterzahl zu vereinbaren, die betriebsnotwendige Liquidität sei ihm unzutreffender Höhe angenommen worden. Die Erhöhung der Rückstellung für Pensionszusagen sei nicht plausibel. Körperschaftsteuerliche Verlustvorträge seien nicht ordnungsgemäß berücksichtigt worden, da zu Unrecht ein übergroßer Ertragsteil auf das Inland bezogen worden sei. Auch die Annahme einer Ausschüttungsquote von 50 % sei nicht plausibel. Der Ertragswert sei durch eine fiktive Thesaurierung ohne Wertbeitrag zu Unrecht verkürzt worden. Ebenfalls sei die nachhaltige EBITDA-Marge zu niedrig geschätzt worden. Der Anstieg der Materialquote sei nicht nachvollziehbar. Die Reinvestitionsrate erscheine überhöht. Das Finanzergebnis sei nicht nachvollziehbar . Erlöse aus dem Verkauf von CO<sup>2</sup>- Rechten sei nicht berücksichtigt worden. Sondervermögen seien nicht ordnungsgemäß berücksichtigt worden. Aus Vorerwerben ergebe sich zudem ein höherer Abfindungsbetrag.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragsschriften, der Stellungnahme des Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 11.9.2014 (Bl. 1396 ff d. A.) sowie der ergänzenden Schriftsätze der Antragsteller Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist dem Antrag entgegen getreten. Sie hält die Abfindung für angemessen.

Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel. Die zur Bewertung herangezogene Ertragswertmethode sei sachgerecht. Der Planung hätten realistische Annahmen für Umsatz und Ertrag zugrunde gelegen und aktuelle Entwicklungen seien berücksichtigt worden. Unbeachtlich sei, dass zwei Personen sowohl im Vorstand der DAG als auch im Leitungsorgan der Antragsgegnerin tätig gewesen seien. Anhaltspunkte, dass diese bei der Planung ihre Pflichten gegenüber der DAG verletzt hätten, gebe es nicht und seien auch nicht vorgetragen. Die Planung sei plausibel. Das Umsatz- und Entwicklungspotential sei bei der Unternehmensplanung entsprechend berücksichtigt worden. Auch der Materialaufwand sei plausibel geplant worden. Auch das nachhaltige

Ergebnis (ewige Rente) sei zutreffend angesetzt worden. Die Planung beruhe auf den Entscheidungen der Organe der DAG. Von        seien nur technische Anpassungen im vorgenommen worden. Diese sei in Abstimmung mit der Gesellschaft unter Berücksichtigung der Erwartung des Managements der DAG geschehen. Der Wertbeitrag der Beteiligungsgesellschaften sei ordnungsgemäß erfasst worden. Auch die angenommene Ausschüttungshypothese sei sachgerecht. Eine Doppelberücksichtigung durch die wachstumsbedingte Thesaurierung liege nicht vor. Unternehmens- und Ertragssteuern seien sachgerecht berücksichtigt worden. Die Zinsparameter der Abzinsung, der Betafaktor anhand der peer-group sowie der Wachstumsabschlag von 1,0 % seien zutreffend und sachgerecht ermittelt worden. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen und ein steuerlicher Verlustvortrag seien ordnungsgemäß und zutreffend ermittelt worden. Vorwerbspreise seien nicht relevant, zudem habe der der im November 2012 stattgefundene Vorerwerb keine un plausible Differenz zur festgelegten Abfindung. Es seien zu Recht Stamm- und Vorzugsaktien gleich behandelt worden. Wegen der Einzelheiten des Vorbringens der Antragsgegner in wird auf die Antragsrwiderrung vom 27.3.2014 (Bl. 1063 ff d. A.) und den ergänzenden Schriftsatz vom 29.9.2014 (Bl. 1412 ff d. A.) verwiesen.

## II.

Alle Anträge sind zulässig. Alle Antragsteller haben – soweit von der Antragsgegnerin bestritten - gegenüber dem Gericht (§ 3 Abs. 2 S. 3 SpruchG) ihre Aktionärsstellung bei der DAG zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am 27.8.2013 durch Vorlage geeigneter Unterlagen nachgewiesen.

Die Anträge sind mit dem sich aus dem Tenor ergebenden Umfang begründet.

Die beschlossene Barabfindung von EUR 47,16 ist um EUR 5,24 auf EUR 52,40 für jeweils eine Stammaktie bzw. für jeweils eine Vorzugsaktie der DAG zu erhöhen.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den

Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (BVerfG, ZIP 2007, 1261; BGH, ZIP 2005, 2107 OLG Stuttgart Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08 – BeckRS 2011, 18552 m.w.Nachw.). Das Gericht hat aber nach § 327f Satz 2 AktG nur dann eine (neue) angemessene Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung unangemessen ist.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 – ; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen 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 die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2010, 274). Dabei ist zu bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so Lochner AG 2011, 692, 693 f.) nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird

etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert – nach der hier von einigen Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode - gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen – auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -) – von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung letztlich dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Ausgangspunkt der gerichtlichen Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO ist nämlich die zur Grundlage der unternehmerischen Maßnahme durchgeführte, der Hauptversammlung vorgelegte und sodann von einem gerichtlich bestellten Prüfer untersuchte Wertbemessung der Antragsgegnerin. Die dort enthaltenen Prognosen, Parameter und Methoden sind im Regelfall vom Gericht zur eigenen Schätzung heranzuziehen, solange sie ihrerseits vertretbar sind und insgesamt zu einem angemessenen, d.h. zugleich nicht allein richtigen Ausgleich führen (ähnlich BVerfG Beschl. v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -; KG WM 2011, 1705).

Jedoch ist die gerichtliche Überprüfung stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts. Dies beinhaltet aber ggf. auch eine abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses oder anderer Methoden. Insoweit ist die gerichtliche Überprüfung nämlich stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – aaO). Dabei ist nicht der höchst mögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – aaO mwN).

Im Rahmen der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren sind nämlich die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nämlich durch das Gericht nur eingeschränkt überprüfbar. Sie 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 (OLG Stuttgart, Beschluss v. 13.3.2010 – 20 W 9/08 -; AG 2007, 596, 597 f; AG 2007, 705, 706; NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425).

Zu berücksichtigen ist zudem weiter bei der Bewertung, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschlüsse v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322 – und 25.11.2014 -3-05 O 43/13 -) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten

hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen.

Der Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert es daher nicht, im Spruchverfahren grundsätzlich neben dem gerichtlich bestellten Prüfer einen weiteren Sachverständigen heranzuziehen. Die Einschaltung eines vom Gericht im Vorfeld der Maßnahme bestellten Prüfers soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner dienen, indem der Übertragungsbericht einer sachkundigen Plausibilitätskontrolle unterworfen wird. Gerade die Angemessenheit der Abfindung ist Gegenstand dieses präventiven Aktionärsschutzes. Das Gutachten des Abfindungsprüfers kann deshalb im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden (OLG Düsseldorf, NZG 2000, 1079 = BB 2000, 1108). Im Übrigen haftet der Abfindungsprüfer nach § 327c Abs. 3 i. V. m. § 293d Abs. 2 AktG auch gegenüber den Anteilsinhabern. Dass seine Prüfung regelmäßig gleichzeitig mit dem Erstellen des Übertragungsberichts erfolgt, ändert nichts daran, dass es sich um eine unabhängige Prüfung handelt und begründet für sich genommen auch keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl.

OLG München, Beschluss vom 19. 10. 2006 - 31 Wx 92/05 – NJOZ 2007, 340; OLG Stuttgart, NZG 2004, 146 = ZIP 2003, 2363; OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288).

Der Untersuchungsgrundsatz (§§ 26 ff FamFG) gebietet es vorliegend nicht ein Sachverständigengutachten zum Unternehmens- und Anteilswert auf den Stichtag 12.7.2013 (Tag der beschließenden Hauptversammlung) erstellen zu lassen. Bei der pflichtgemäßen Ermessensausübung ist auch der Gesichtspunkt der Wirtschaftlichkeit zu berücksichtigen; im vorliegenden Fall ist nicht ersichtlich, dass der damit verbundene Aufwand ein entsprechendes Mehr an Zuverlässigkeit der Aussage des Sachverständigen geschaffen hätte.

Die Kammer hält bei der gegebenen Sachlage es vorliegend für sachgerecht, die Angemessenheit der Abfindung an dem Durchschnitt von der Antragsgegnerin im Jahre 2012 gezahlten Vorerwerbspreisen entsprechend der Ad-hoc Mitteilung vom 23.11.2012 zu orientieren.

Angesichts der Gesamtumstände hält die Kammer hier im konkreten Fall die bislang vom Bewertungsgutachter und Prüferin zugrunde gelegte Ertragswertmethode nicht für geeignet, zu einer angemessenen – nicht der höchst möglichen – Abfindung zu gelangen.

Gerade das vorliegende Verfahren zeigt, dass eine fundamentanalytische Ermittlung anhand der Ertragswertmethode unter bestimmten Umständen gegenüber der marktorientierten Ermittlung nicht vorzugswürdig ist.

Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge des Unternehmens zu schätzen und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen sowie um Sonderwerte zu ergänzen.

Zu der Problematik der Verwendung der Ertragswertmethode bei der Ermittlung eines Unternehmenswertes hat die Kammer bereits in ihren Beschlüssen vom 13.03.2009 - 3-5 O 57/06 – (BeckRS 2009, 08422; zustimmend Welf Müller, Festschrift f. G. H. Roth, S. 517, 518) und 27.1.2012 – 3-05 O 102/05 - ausgeführt:

*„Die Ertragswertmethode gibt zwar ein (komplexes) mathematisches Modell vor, doch wird hier angesichts der Ungenauigkeiten und des wissenschaftlichen Streits zu den einzelnen Abzinsungsparametern mit einer Scheingenauigkeit gearbeitet, die sie gegenüber der kapitalmarktorientierten Ermittlung des Wertes eines Unternehmens(anteils) nicht überlegen macht.*

*Die erste Ungenauigkeit liegt zunächst darin, dass in der Regel die Prognosen künftiger Erträge ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind. Diese Entscheidungen haben zwar 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, kann diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. Kammerbeschluss vom 13.11.2007 – 3-05 O 174/04 m. w. Nachw.). Problematisch ist dabei auch, inwieweit letztlich im Spruchverfahren überhaupt die tatsächliche Entwicklung nach dem Stichtag zur Frage der Plausibilität der Planung herangezogen werden kann (vgl. BayObLG AG 2002, 390; LG Dortmund AG 1998, 142, Großfeld a.a.O. S. 77).*

*Bei der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren wird weiter überwiegend auf einen vom IDW- einer privaten Organisation der Wirtschaftsprüfer, dort der Facharbeitskreis Unternehmensbewertung (FAUB, früher AKU) - entwickelten Standard Bezug genommen. Selbst wenn man die Bedenken dagegen hinten anstehen lässt, dass trotz der kritischen Diskussion in der Betriebswirtschaftslehre diese Organisation festlegt, was der aktuelle Standard der zutreffenden Unternehmensbewertung sein soll, wurde dieser Standard (IDW S 1) in den letzten Jahre doch mehrfach abgeändert (S1 2000, S1 Oktober 2005, S1 April 2008) wobei jeweils zuvor Entwürfe vorgestellt wurden, die in Fachkreisen diskutiert wurden, was teilweise zu Änderungen in den endgültig verabschiedeten Standards geführt hat. Hier stellt sich in allen Fällen die Frage, inwieweit eine Änderung des Standards, die nach dem Stichtag der Bewertung erfolgte, im späteren gerichtlichen Verfahren Anwendung finden soll. Die Gerichte haben die Frage bisher unterschiedlich beantwortet, eine einheitliche Linie fehlt (vgl. hierzu OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116; OLG Karlsruhe Beschluss vom 16.07.2008 - 12 W 16/02 - BeckRS 2008 18939 jew. m. w. Nachw.) Auch die Literatur ist hier gespalten (vgl. hierzu Bungert WPg 2008, 811; Hüttemann WPg 2008, 822; Wagner/Saur/Willershausen WPg 2008, 731, Großfeld a.a.O. S. 49 ff jeweils mit weiteren Nachweisen zur Rechtsprechung und Literatur). In vielen Fällen führt aber die Anwendung der verschiedenen Standards bei gleichem prognostiziertem Ertrag zu nicht unbeträchtlich unterschiedlichen Unternehmens- und Anteilswerten. Wen die Frage der Anwendung eines bestimmten Standards auch letztlich*

*eine Rechtsfrage ist, die von den Gerichten zu beantworten ist, zeigt dies dennoch, dass hier eine gewisse Beliebigkeit der Bewertung innewohnt.*

*In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist auch die Frage, ob mit oder ohne persönliche Ertragsteuern zu rechnen ist, im Streit (vgl. hierzu OLG Stuttgart Beschluss vom 19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245 jew. m.w.Nachw.). Zwar wird nach allen Standards IDW S 1 bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen die sogenannte Nachsteuerbetrachtung vorgenommen, d.h. persönliche Ertragsteuern werden berücksichtigt, doch ist dies in der Literatur und neuere Rechtsprechung nicht unumstritten (vgl. Jonas WPG 2008, 826; Großfeld a.a.O. S. 109 ff), zumal es sich bei der Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern um eine weitgehend nur in Deutschland verwandten Methode handelt, während ansonsten im internationalen Bereich dies weit überwiegend nicht berücksichtigt wird (vgl. Nicklas „Vergleich nationaler und internationaler Standards der Unternehmensbewertung“, Diss. Chemnitz 2008, S. 96 ff; Barthel DStR 2007, 83 jew. m.w.Nachw.). Selbst wenn man die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern aufgrund der besonderen deutschen Verhältnisse für grundsätzlich angemessen halten würde, ist jedoch fraglich, ob der aufgrund einer über 10 Jahre alten Ermittlungen, deren Empirie unklar ist (vgl. Großfeld a.a.O. S. 113 m.w.Nachw.), angesetzten pauschalierten Steuersatz von 35% (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschluss 13.11.2007 – 3-05 O 174/04 – BeckRS 2088, 19899; WP-Handbuch 2008 Bd. II S. 69 ff) vom überhaupt noch der steuerlichen Wirklichkeit entspricht, nachdem in diesem Zeitraum mehrfach sich die Steuersätze und die Besteuerungsansätze von Erträgen aus gesellschaftlichen Kapitalbeteiligungen geändert haben (Anrechnungsverfahren, Halbeinkünfteverfahren, Anrechnungsteuer mit Besteuerung von Kursgewinnen in allen Fällen - hierzu auch OLG Stuttgart Beschluss vom 19.03.2008 - 20 W 3/06 - BeckRS 2008 12675; Wegener DStR 2008, 935; Zeidler/Schöniger/Tschöpel FB 2008, 276; jew. m.w.Nachw.).*

*Noch problematischer sind die Fragen zur Kapitalisierung (hierzu ausführlich: Munkert, Der Kapitalisierungszins in der Unternehmensbewertung; Großfeld a.a.O. S. 145 ff).*

...

*Daneben sind weiter alle Parameter des Zinssatzes problematisch und in der betriebswirtschaftlichen Literatur im Streit (vgl. hierzu Reuter AG 2007, 1; Jonas WPG 2007, 835; Widmann/Schieszl/Jeromin FB 2003, 800 jew. m. w. Nachw.).*

*Am einfachsten verhält es sich noch mit dem sog. Basiszins, der nach der Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des Instituts der Wirtschaftsprüfer - AKU - (IDW-Fachnachrichten 2005, 555, s. a. Kniest, Bewertungspraktiker Beilage Finanzbetrieb Oktober-Dezember 2005, S. 9 ff.; kritisch hierzu: Obermaier FB 2008, 493; Reese/Wiese ZBB 2007, 38) und der in der in der Rechtsprechung häufig akzeptierten, aber letztlich nicht einhellig angenommenen Methode (vgl. hierzu OLG Stuttgart AG 2007, 128 m.w.Nachw.; Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O 153/04- AG 2007, 42; Großfeld a.a.O. S. 160) mittels täglich veröffentlichte Daten der Bundesbank zur Zinsstrukturkurve ermittelt werden soll (kritisch hierzu: Knoll WiSt 2006, 525 m.w.Nachw.). Abgesehen davon, dass schon fraglich ist, inwieweit die hierbei gemachte theoretische Annahme einer abschätzbaren Zinsstruktur auf die weite Zukunft möglich ist, bleibt jedenfalls unklar, ob nur die Daten des konkreten Stichtags anzusetzen sind, oder einer Durchschnittsbildung über eines gewissen Zeitraums vorher sachgerecht wäre (vgl. hierzu auch Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243), woher hier nach den Beobachtungen der Kammer in Gutachten und Prüfberichten (überwiegend ohne Offenlegung) drei Monatsdatensätze, teilweise 90 Tagesdaten angesetzt werden, teilweise aber auch nur bis zu 74 Datensätze, da die Bundesbank an Samstagen und Sonntagen keine Daten veröffentlicht. Allein diese Diskrepanz hat schon in Verfahren vor der Kammer zu Abweichungen von bis zu 0,2 % geführt, was ggf. auch Auswirkungen auf die dann entsprechend der Empfehlung der AKU (jetzt FAUB, IDW Fachnachrichten 2006, 581) vorzunehmenden Rundungen (zur Problematik: Kammerbeschluss vom 2.5.2006 -3-05 O 153/04 - AG 2007, 42; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 243) hat und zu nicht unerheblichen Änderungen des Abzinsungsfaktors führt.*

*Am problematischsten und am umstrittensten ist die Ermittlung des sog. Risikozuschlags, der sich nach den Standards S1 aus der sog. Marktrisikoprämie und einem unternehmensindividuellen sog. Beta-Faktor ergeben soll (CAPM bzw. Tax-CAPM)*

*Bei der Ermittlung der Marktrisikoprämie wird versucht, aus den Verhältnissen am Aktienmarkt die von den Anlegern geforderte Überrendite gegenüber sicheren Gläubigerpapieren abzuleiten, betrachtet also im Marktprozess realisierte Bewertungsergebnisse ohne Rekurs auf individuelle Risikopräferenzen (vgl. Stehle WPg 2004, 906).*

*Groß und in gewisser Weise beliebig ist die Zahl der dabei auftretenden Freiräume. Zunächst kann diese Prämie auf der Basis historischer Kurse oder aktueller Markterwartungen ermittelt werden. In der vorwiegend angewandten ersten Alternative kann es über die Festlegung eines bestimmten Untersuchungszeitraums und der verglichenen Indizes, der (Nicht)Berücksichtigung von Performancekomponenten und steuerlichen Aspekten sowie die Frage der Methode rechnerische Mittelung (arithmetisch oder geometrisch) zu erheblichen Unterschieden in der ermittelten Prämie kommen (vgl. z.B. OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 117; Knoll DStR 2007, 1053; ders. ZSteu 2006, 463; Großfeld a.a.O.: S. 173 ffjew. mit weiteren Nachw. zum Streitstand).*

*Einzelne Gerichte haben daher einen pauschalen Zuschlag (vgl. BayObLG NZG 2006, 156, 159; OLG München AG 2007, 411; AG 2008, 37; LG Dortmund AG 2007, 792) für angemessen erachtet, während die Kammer – jedenfalls in Fällen der Ermittlung der Abfindung beim Ausschluss von Minderheitsaktionären nach § 327a AktG – hier den Risikozuschlag mit einer Modifizierung des sog. dividend discount models – zu erfassen versucht hat (vgl. z.B. Kammerbeschlüsse vom 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; v. 13.6.2006- 3-05 O 110/04 – NZG 2006, 868-). Dabei ist sich die Kammer bewusst, dass sie herbei selbst auf Kapitalmarktaten abstellt, was in gewisse Weise den Anschein eines Zirkelschlusses erweckt (näher hierzu Kammerbeschluss v. 13.11.2007 -3-05 O 174/04 – a.a.O.; zur Kritik z.B. Wp-Handbuch 2008 Bd. II S. 171 f; vgl. grundsätzlich hierzu auch Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2.Aufl.S. 101 f; Großfeld a.a.O. S. 262 f).*

*Für die Marktrisikoprämie gelangen daher die zahlreich vorliegenden Studien zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Diese hängen - abgesehen von dem untersuchten Wirtschaftsraum - unter anderem davon ab, welcher Zeitraum für den Renditevergleich gewählt und auf welche Art der Mittelwert gebildet wird (vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, 2.Aufl., S. 95 ff m. w. Nachw.). Es ergibt sich ein „vielfältiges Bild“ und eine beträchtliche Streubreite der ermittelten Marktrisikoprämien (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl. S. 254 - 7 Studien, MRP 2,66%-8,2%; Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 97-12 Studien, MRP 1,2%-10,4%). Den Zweifeln daran, ob die in der Vergangenheit beobachteten Marktrisikoprämien auch in Zukunft erzielt werden können, soll durch einen (nicht näher begründeten) pauschalen Abschlag von 1-1,5% von der Nach-Steuer-Risikoprämie Rechnung getragen werden (vgl.*

*Drukarczyk/Schüler S. 257). Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW (FAUB/AKU) hat zunächst eine Marktrisikoprämie von 4%-6% (vor Steuern) empfohlen. Nunmehr sieht er eine Marktrisikoprämie vor Steuern von 4%-5% als sachgerecht an, die für Bewertungsstichtage nach dem 31.12.2004 herangezogen werden soll (vgl. Drukarczyk/Schüler S. 257; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005/1019); Ballwieser/Kruschwitz/Löffler WPg 2007, 765/768).*

*Dem weiteren Element des Risikozuschlags, dem Beta-Faktor kommt ebenfalls eine erhebliche Hebelwirkung zu (vgl. OLG Düsseldorf Beschluss vom 07.05.2008 - 26 W 16/06 AktE - BeckRS 2008 17151), da mit ihm die angenommene Marktrisikoprämie multipliziert wird. Dabei drückt der Betafaktor die zukünftige Korrelation der Renditeschwankung der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zur Marktrenditeschwankung aus. Wenn das Risiko der Anlage in dem konkret zu bewertenden Unternehmen dem Marktdurchschnitt entspricht, ist der Betafaktor 1. Ist das Risiko geringer, so liegt er unter 1, und wenn das Risiko größer ist, so liegt er über 1 (Großfeld, a.a.O. S. 210 ff.). Als Anhaltspunkt für das Risiko einer Geldanlage in einem börsennotierten Unternehmen, dient die Volatilität der Aktie, wobei die Marktvolatilität das Durchschnittsrisiko aller Unternehmen im jeweiligen Index ist (Betafaktor = 1). Schwankt die Aktie über dem Durchschnitt der Marktvolatilität in dem Index, so liegt der Betafaktor über 1.*

*Hier sind die Beliebigkeiten noch deutlicher, insbesondere bei faktischen und Vertragskonzernen (vgl. hierzu Brühle/Erhardt/Nowak ZfB 2008, 455).*

*Auch die Ermittlung des Beta-Faktors unterliegt, wie gerade der vorliegende Fall zeigt, beträchtlichen Ermessensspielräumen (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212; Großfeld/Stöver BB 2004, 2799). Denn er kann insbesondere durch die Wahl der Messperiode (z. B. 250 Tage, 52 Wochen, 60 Monate), des Intervalls zur Bestimmung der Rendite (Tages-, Wochen- oder Monatsrendite) und des Vergleichsindex in erheblichem Maße beeinflusst werden.*

*Schon die bloße Wahl der Dauer der Messperiode und der Indices führt zu nicht unerheblichen Veränderungen, wie von Antragsteller eingeholten Gutachtens IVC v. 22.8.2007 (dort S. 6) sowie die von der Kammer eingeholte Stellungnahme des Verschmelzungsprüfers vom 22.9.2008 (dort Bl. 24) zeigt. Abhängig von*

Beobachtungszeitraum und Index sind hier von IVC Beta-Verhältnisse von T-O und DT zwischen 72,8 % und 165,2 % ermittelt worden. Mit den vorliegenden Zahlen könnten folglich - ausgehend von der von der im Verschmelzungsbericht angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 % für die T-O Risikozuschläge zwischen 3,35 % und 5,66 % und für die DT (bei gleichen Beobachtungsparametern) von 5,5 % und 4,12 % begründet werden. Auch nach der Ermittlung des Verschmelzungsprüfers ändern sich die Verhältnisse der Betafaktoren abhängig vom gewählten Beobachtungszeitraum. Auch hier ausgehend von einer Marktrisikoprämie von 5,5 % ergeben sich bei gleichen Beobachtungszeiträumen mit Index DAX und wöchentlicher Periodizität Risikozuschläge für die T-O von 4,51 % bis 6,10 % und für die DT von 4,01 % bis 4,73 %.

Für die verschiedenen Erhebungszeiträume können jeweils durchaus nachvollziehbare sachliche Gründe angeführt werden, obwohl es nach Kenntnis der Kammer keine wissenschaftlichen Studien über die Angemessenheit des Zeitraums verfügbar sind. Für den bei der Bewertung herangezogenen längeren Zeitraum von 30.4.2000 bis 30.9.2004 könnte sprechen, dass durch umfangreicheres Datenmaterial stabilere Werte ermittelt werden können.

Die geschilderten Betafaktoren sind jedoch Vergangenheit. Die Unternehmensbewertung zielt aber auf Zukunft; das gilt ebenfalls für den Betafaktor. Daher zählen an sich die künftige Marktrendite und die künftigen Volatilitäten, was für einen kürzeren Beobachtungszeitraum sprechen könnte (vgl. Großfeld a.a.O. S. 212 ff).

Durch seine Entscheidung, welche Ausgangsdaten er für die Ermittlung des Beta-Faktors im konkreten Fall für sachgerecht erachtet, nimmt der Bewerter folglich zugleich Einfluss auf das Ergebnis, so dass letztlich auch hier die Bestimmung des Risikozuschlags von seinem sachverständigen (beliebigen) Ermessen abhängt. (vgl. OLG-München Beschluss vom 02.04.2008 - 31 Wx 85/06 - BeckRS 2008 11182; Großfeld a.a.O. S. 219).

Auch die Annahme und die Größe eines sog. Wachstumsabschlags sind nicht unumstritten (vgl. Großfeld a.a.O. S. 267 ff; Großfeld/Merkelbach NZG 2008, 241, 245; Hansen/Knoll ZSteu 2005, 256; Knoll/Sedlacek ZSteu 2008, 135 m. WP Handbuch 2008 Bd. II S. 75 ff, 113 ff jew. m.w.Nachw.).

*Der Wachstumsabschlag (vgl. dazu BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BayObLG NZG 2006, 156, 159; 68; Riegger, KölnKomm, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 23; Großfeld a.a.O. S. 267) hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung im Ausgangspunkt gleich bleibend aus dem letzten Planjahr abgeleitet werden). Mit dem Abschlag soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen besser aufgefangen werden kann als bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren (OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 118), wobei sich die Frage stellt, ob ein Abschlag unterhalb der Inflationsrate angebracht sein kann (vgl. hierzu Schüler, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008). Neuerdings wird aber die Annahme eines Wachstumsabschlags bei Wertbeitrag aus Thesaurierungen in Abrede gestellt (Schöniger, Referat auf dem IACVA Symposium in der Rechtsprechung in Frankfurt/M. am 18.11.2008).“*

An diesem Befund hat sich seitdem nichts Wesentliches geändert und zeigt sich im vorliegenden Verfahren besonders deutlich.

Ob vorliegend die Planung hinreichend plausibel ist, insbesondere im Hinblick auf den eingeschwungene Zustand in Phase 2, bei dem nicht das letzte konkrete Planjahr angesetzt wurde, sondern eine Durchschnittsbildung erfolgte, kann schon fraglich sein.

Aber von den Parametern des Kapitalisierungszinssatzes sind jedenfalls die, die vorliegend zur Ermittlung des Risikozuschlags verwendet wurden, problematisch. Es ist fraglich, ob allein der Hinweis auf die Finanzkrise und den damit einhergehenden Verfall des Zinssatzes beim Basiszins es rechtfertigt, wie es der FAUB mit seiner Empfehlung vom 19.9.2012 getan hat, und dem die Bewertungsgutachterin und die Prüferin hier gefolgt sind, die Marktrisikoprämie nach Steuern um 1% anzuheben. Zwar mögen aktuelle Befunde dies stützen (vgl. Wagner et al. WpG 2013, 950), doch stützt sich diese Beobachtung nur auf einen kurzen Zeitraum seit Beginn der Finanzkrise. Angesichts dessen, dass der früheren Empfehlung für eine Marktrisikoprämie von 4,5 % n Steuern die Studie von Stehle zugrunde lag, die einen sehr langen Zeitraum erfasste, ist doch fraglich ob eine kurzfristige Beobachtung eines Krisenszenarios eine Änderung rechtfertigt, zumal es im Rahmen von Unternehmensbewertung im Ertragswertverfahren bei gesetzlichen Strukturmaßnahmen um die Abzinsung einer von den betroffenen Aktionären an sich

zustehenden Rendite für die Zukunft geht und regelmäßig hier von einer unendlichen Lebensdauer des Unternehmens ausgegangen wird.

Zur Untersuchung der historischen Marktrisikoprämie existiert eine Vielzahl wissenschaftlicher Studien. Die für den Deutschen Markt wohl bekannteste Studie und gleichzeitig eine in Bezug auf den Untersuchungszeitraum der umfangreichsten stammt von Prof. Stehle, der den Zeitraum 1955-2003 analysiert hat. Generell ergeben sich bei der Ableitung künftiger Risikoprämien auf der Basis historischer Risikoprämien Schätzprobleme, da das Marktportfolio und der risikofreie Basiszins durch Indizes (z.B. DAX, CDAX, REX-P) oder einen beobachtbaren Zins (z.B. Rendite von Bundesanleihen) nur angenähert werden können. Ein Kritikpunkt an der Stehle-Studie ist, dass die von ihm ermittelte Marktrisikoprämie tendenziell überschätzt wird, da der REXEP Wertpapiere mit einer durchschnittlichen Laufzeit von lediglich rd. 6 Jahren enthält. Dennoch liefert die Stehle-Studie im Ergebnis rechnerisch nachprüfbar Resultate, da das der Untersuchung zugrunde liegende Datenmaterial verfügbar ist und wurde überwiegend von den Gerichten in der Vergangenheit auch zur Schätzung der Marktrisikoprämie für heranziehbar gehalten.

Es stellt sich die Frage, ob vor dem Hintergrund der Finanzmarktkrise überhaupt eine neue Marktrisikoprämie zu ermitteln ist. Die von Stehle untersuchte Zeitspanne von 1955-2003, die Grundlage für die Ermittlung der Marktrisikoprämie i.H.v. 4-5 % vor persönlichen Steuern ist, umfasst mehrere volkswirtschaftliche Zyklen, d.h. sowohl Phasen wirtschaftlichen Aufschwungs als auch Krisenphasen. Unter der Prämisse, dass die Finanzmarktkrise nur einen vergleichsweise kurzfristigen wirtschaftlichen Abschwung darstellt, müsste diese bereits in die Marktrisikoprämie eingepreist sein. Die Marktrisikoprämie i.H.v. 4 - 5 % nach persönlichen Steuern wäre nur dann zu hinterfragen, wenn es sich um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handeln sollte. Ein Nachvollzug der vom FAUB vorgenommenen Erhöhung der Marktrisikoprämie um 1 % ist nicht möglich. Das der Anpassung zugrunde liegende Datenmaterial oder eine Arithmetik zur Überleitung der alten zur neuen Empfehlung hat der FAUB nicht veröffentlicht oder in anderer Weise transparent gemacht.

Zudem sind der Kammer verschiedene Begründungen für die vorgenommene Erhöhung von Mitgliedern des FAUB oder in Wirtschaftsprüfungsgesellschaften mit diesen verbundenen Personen bekannt geworden, die in keinsten Weise konsistent sind.

Ein Mitglied des FAUB hat in seiner Vernehmung am 10.10.2013 vor dem Landgericht München I im Verfahren 5 HKO 21386/12 als Begründung für die Erhöhung angegeben,

dass vor der Empfehlung zur Erhöhung der Marktrisikoprämie der vormalige Vorsitzende der Deutschen Prüfstelle für Rechnungslegung den FAUB mit Blick auf die Auswirkungen in allen Jahresabschlüssen und dem Erfordernis der Abschreibungen auf good wills und Beteiligungen gerügt habe, da die Erosion des Basiszinssatzes dazu führe, dass Abschreibungen nicht mehr möglich seien. Weiter hätten nach Ansicht dieses FAUB-Mitglieds Unternehmensanleihen eine Rendite von 8 bis 8,5 % vor und 6,5 % nach Einkommensteuer gebracht und es leuchte nicht ein, warum dieser Wert dann nicht für Aktien gelten solle.

In einem Verfahren vor der Kammer (3-05 O 43/13) hat eine Wirtschaftsprüferin der Hauptaktionärin beauftragte Bewertungsgutachterin, zu deren Gesellschaftern jedenfalls auch ein Mitglied des FAUB gehört, in der mündlichen Verhandlung vom 25.11.2014 erläutert, dass die Erhöhung der Marktrisikoprämie auf einer Beobachtung der Erhöhung des internen Bankzinssatzes im maßgeblichen Zeitraum beruhe.

In einem anderen Verfahren vor der Kammer (3-05 O 227/13) hat ein Wirtschaftsprüfer (ebenfalls mit einem Mitglied des FAUB in der gleichen Wirtschaftsprüfungsgesellschaft) in der mündlichen Verhandlung vom 24.2.2015 erläutert, dass sich die 5,5 % nach Steuern bereits aus der sog. Stehlestudie ergebe, daher die Empfehlung von 2012 eine Rückkehr zum alten Zustand sei, den Gerichte auch nicht beanstandet hätten,

Hierzu ist allerdings auszuführen, dass die frühere Empfehlung der Senkung um 1 % auf der Änderung des Steuerrechts und der damit verbundenen Renditeforderung des Anlegers (Abgeltungssteuer statt Halbeinkünfteverfahren) beruhte, sich das Steuerrecht aber im Jahre 2012 und auch bis zum vorliegenden Bewertungsstichtag nicht geändert hat. so dass auch die Ausführungen der Antragsgegnerin zu den von den Gerichten akzeptierten 5,5 % n. Steuern leer läuft, da sich die vor ihr genannten obergerichtlichen Entscheidungen auf Stichtag vor der Änderung des Steuerrechts beziehen.

Nach Ansicht der Kammer spricht angesichts der Zins- und Börsenindexentwicklung seitdem eher manches dafür, dass im Hinblick auf die geringen Zinsen bei Anleihen niedrige Risikoprämien bei Anlagen im Aktienmarkt akzeptiert werden, um überhaupt eine Rendite am Kapitalmarkt erzielen zu können.

Würde man es im vorliegenden Fall bei der bislang von der Kammer und anderen Gerichten nach Änderung des Steuerrechts noch als angebrachten Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern belassen, führte dies entsprechend den Darlegung der Prüferin in ihrer

ergänzenden Stellungnahme unabhängig von Änderung sonstiger Parameter der Bewertung zu einer Abfindung von EUR 57,85 je Aktie, d. h. ein Mehr von EUR 10,69. Nimmt man hinzu, dass auch die hier vorgenommene Verwendung von raw Betafaktoren der peer group zwar der Rechtsprechung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main (vgl. Beschluss vom 18.12.2014 – 21 W 34/12 -) entspricht jedoch in der Wissenschaft umstritten ist, der verwendete Beobachtungszeitraum von 5 Jahren jedoch angesichts einer Bewertung für die Zukunft nicht unproblematisch ist, da tendenziell die Aktualität für einen kürzeren Zeitraum von z.B. zwei Jahren spricht (vgl. Kammerbeschluss vom 2.9.2010, - 3-05 O 279/08 -), und auch die Begründung, dass der eigene Beta-Faktor der DAG für diesen Zeitraum nicht das unternehmensspezifische Risiko der DAG abbilde, es jedoch um das konkrete Risiko der DAG geht und die in der mündlichen Verhandlung erörterte Problematik der Errechnung eines Betafaktors von 0,82 angesichts der Feststellungen im Prüfbericht (dort S. 50) und den in der mündlichen Verhandlung vom Antragstellerin zu 47) vorgelegten und zur Akte genommen Unterlagen nur schwer darstellbar ist, zeigt sich, dass sich hier nur durch die Verwendung anderer Parameter zur Ermittlung des Risikozuschlags ohne weiteres ein Anteilswert von erheblich über EUR 60,- ergeben könnte, d.h. erheblich über dem maßgeblichen durchschnittlichen Börsenkurs von EUR 39,04 für Stammaktien bzw. EUR 38,29 für Vorzugsaktien zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Maßnahme am 7.2.2013 (vgl. BGH Beschluss v. 19.7.2010 – II ZB 18/09 – NJW 2010, 2657).

Ein derartiges Marktversagen, bei dem der Markt nur ca. 2/3 des tatsächlichen Wertes einer Aktie erkennt, kann aber ohne weitere Umstände, für die es keine Anhaltspunkte gibt, nicht angenommen werden, zumal jedenfalls in den letzten 3 Jahren vor Bekanntgabe der Maßnahme der Aktienkurs der DAG die nun festgesetzte Abfindung in keinen Fall überstieg. Auch die von der Prüferin vorgenommene Plausibilisierung anhand von Multiples (S. 60 ff des Prüfberichts) spricht gegen ein derartiges Marktversagen, da sich danach auch ein entsprechender Unternehmenswert nicht ermitteln ließe.

All dies macht deutlich, dass in vorliegenden konkreten Fall angesichts der besonderen Umstände eine Ermittlung der angemessenen Abfindung anhand des Ertragswertes nicht sachgerecht wäre. Die angemessene Abfindung kann hier daher anders als in vielen sonst vor der Kammer durchgeführten Spruchverfahren (vgl. zuletzt Beschluss vom 27.5.2014 – 3-05 O 34/13 - BeckRS 2014, 12643) nicht anhand des Ertragswertes geschätzt werden,

sondern muss auf andere Umstände zurückgreifen (so auch Kammerbeschluss vom 25.11.2014 – 3-05 O 43/13 -).

Hier bietet es sich an, für die Angemessenheit auf die mit Ad-hoc Mitteilung vom 23.11.2012 mitgeteilten Vorerwerbe der Antragsgegnerin von insgesamt 20.499 Stammaktien bzw. 1.347.951 Vorzugsaktien im Jahre 2012 zu einem Gesamtpreis von Mio. EUR 71,7 8 d.h. Ø EUR 52,40 je Aktie abzustellen.

Grundsätzlich stellt nämlich die Rechtsordnung für den Wert auf den Marktpreis ab. In der Marktwirtschaft ist der Marktpreis maßgeblich für die Lösung von Rechtsfragen, bei denen es um Wert und Bewertung geht (vgl. Busse von Coelbe ZGR 1994, 595; Götz DB 1996, 259). So bemisst sich schon aufgrund gesetzlicher Entscheidung etwa der Wert verkaufter Gegenstände, die einen Markt- oder Börsenpreis haben, nach diesem (vgl. §§ 385, 1221, 1235 Abs. 2, 1295 BGB, § 376 Abs. 2 und 3 HGB). Auch das Aktienrecht knüpft selbst im Zusammenhang mit einem zulässigen Bezugsrechtsausschluss in § 186 Abs. 3 S. 4 AktG an den auf dem Markt erzielbaren Preis an.

Die Kammer verkennt nicht, dass bislang in der Rechtsprechung (vgl. BGH NJW 2010, 2657 OLG Frankfurt am Main 24.11.2011 - 21 W 7/11 – ZIP 2012, 124; 21.12.2010 - 5 W 15/10 – BeckRS 2011, 03054) ein Abstellen auf Vorerwerbe abgelehnt wurde. Allen Entscheidungen ist jedoch gemeinsam, dass hier nur eine Verpflichtung der Gerichte verneint wurde, dies – gewissermaßen als Mindestabfindungshöhe zu berücksichtigen, es wird aber nicht ausgeschlossen, dass im Einzelfall sich die angemessene Abfindung daran orientieren kann. So führt das Oberlandesgericht Frankfurt am Main in seinem Beschluss vom 21.12.2010 – aaO – aus:

*„Eine andere Frage ist zwar, ob ein gezahlter Vorerwerbspreis im Einzelfall einen Anhalt für den Wert des Unternehmens bieten kann (vgl. zu dieser Vermutungsmöglichkeit z.B. die Stellungnahme des Bundesrates zum Entwurf eines Gesetzes zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen BTDrucks 14/7034 S. 87). Dies ist jedenfalls vorliegend jedoch nicht der Fall.“*

Auch hat die Antragsgegnerin diese Aktienvorerwerbe nicht von einer Person sondern von mehreren getätigt, so dass schon dies gegen einen sogenannten Paketzuschlag spricht. Aber selbst wenn man hier einen Zuschlag annehmen wollte, weil die Antragsgegnerin durch diesen Erwerb die Schwelle von 95 % überschritt, die ihr die Möglichkeit des

Ausschlusses der Minderheitsaktionäre gab, wobei jedoch die Antragsgegnerin keine hinreichenden Angaben über die Ankaufverhandlungen macht um diesen Zuschlag verifizieren zu können, spricht auch nichts dagegen, einen etwaigen Zuschlag nicht auch den aufgrund dieser Maßnahme ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre zukommen zu lassen, da die Antragsgegner gerade durch diesen Ausschluss 100 % der Anteile bekommt und dann ohne Rücksicht auf Minderheitsaktionäre mit der Zielgesellschaft im Rahmen der Konzernintegration verfahren kann, mithin ein vergleichbares Interesse gegeben ist.

Dafür, dass hier ein sog. Paketabschlag ggf. gezahlt worden sein könnte, fehlt jeglicher Hinweis. Zudem spricht gegen einen Paketabschlag, dass zu diesem Zeitpunkt die Veräußerung über die Börse nur zu einem niedrigeren Preis (vgl. die Darstellung der Kursentwicklung Stellungnahme S. 81) möglich gewesen wäre, zumal eine Komplettveräußerung über die Börse den Kurs zu diesem Zeitpunkt hätte fallen lassen.

Es erscheint auch sachgerecht den Durchschnittspreis und nicht den höchsten Erwerbspreis anzusetzen. Eine entsprechende Regelung wie in § 31 Abs. 4, 5 WpÜG hat der Gesetzgeber gerade trotz der nahezu gleichzeitigen Gesetzesvorhaben bei § 327 ff AktG nicht getroffen.

Wie es die Antragsgegnerin auch vorgenommen hat, sind bei der Ermittlung der Abfindung Vorzugs- und Stammaktien gleich zu behandeln. Die Kammer sieht trotz der Kritik einiger Antragsteller hierzu keine Veranlassung, einen anderen Verteilungsmaßstab anzuwenden.

Zwar können Stamm- und Vorzugsaktien je nach Unternehmen ganz unterschiedlich ausgestaltet sein, so dass sich auch die zu beurteilenden Sachverhalte deutlich unterscheiden können. Auch wird häufig nicht nur "die eine" richtige Verteilungsmöglichkeit bestehen, sondern es können durchaus verschiedene Verteilungsoptionen denkbar sein, die sachgerecht sein können (vgl. OLG Düsseldorf AG 2009, 907).

Grundsätzlich ist daher bei der Verteilung des Unternehmenswertes die unterschiedliche Ausstattung der Aktien zu berücksichtigen (vgl. BVerfG, AG 2000, 40; OLG Düsseldorf, BB 1973, 910; AG 2009, 907; Hirte/Hasselbach in Großkommentar zum AktG, § 304, Rdnr. 86; § 305, Rdnr. 44, 216; Simon/Leverkus a.a.O. Anhang § 11, Rdnr. 266 f.). Feste Regeln für die Wertrelation von Aktien existieren aber nicht (OLG Karlsruhe, AG 2006,

463; Simon/Leverkus in Simon a.a.O., Anhang § 11, Rdnr. 266), sondern dies ist einzelfallabhängig. Häufig werden Vorzugsaktien aufgrund des meist fehlenden Stimmrechts an der Börse niedriger gehandelt als Stammaktien. Eine Abwägung der Vor- und Nachteile kann aber auch dazu führen, dass Stamm- und Vorzugsaktien in gleicher Höhe, oder Vorzugsaktien höher abzufinden sind (vgl. OLG Düsseldorf AG 2009, 907; OLG München AG 2007, 287; OLG Karlsruhe AG 2006, 463; Simon/Leverkus a.a.O., Anhang § 11, Rdnr. 266). So kann die Abfindung entsprechend gegenüber den Stammaktien zu erhöhen sein, wenn dem Vorzugsaktionär eine "echte" Mehrdividende gewährt wird (vgl. Kammerbeschluss vom 8.2.2012 – 3-05 O 73/04- bestätigend OLG Frankfurt, Beschluss vom 28.03.2014 – 21 W 15/11 – BeckRS 2014, 08608.)

Davon ist aber vorliegend nicht auszugehen.

Hier ist die in der maßgeblichen Satzung der DAG enthaltene Regelung zur Vorabausschüttung für Vorzugsaktien zu beachten, wonach für die Vorzugsaktien nur eine echten Mehrdividende in Betracht kommt, wenn nach der Vorabausschüttung für die Vorzugsaktionäre kein zu verteiler Gewinn für eine Ausschüttung an die Stammaktionäre in gleicher Höhe mehr zur Verfügung steht.

Gerade bei der Unternehmensbewertung und der Ermittlung einer Abfindung nach der Ertragswertmethode die auf die künftig erwartenden Überschüsse abstellt, wird der Wert für einen (Minderheits)aktionär vor allem durch die Dividendenerwartung (bzw. Börsenkursentwicklung bei Thesaurierung) gebildet. Bei der hier zugrunde liegenden Planung sind aber die Vorzugsaktien nicht besser als die Stammaktien ausgestattet, da in allen Planjahren eine Gewinnausschüttung geplant wurde, die für alle Vorzugs- und Stammaktionäre zu einer Dividendenausschüttung in gleicher Höhe führt, d.h. eine echte Mehrdividende für die Vorzugsaktionäre nicht vorliegt.

Soweit einige Antragsteller rügen, die Stammaktien hätten gegenüber den Vorzugsaktien höher abgefunden werden müssen, da die Gleichbehandlung mit einer fehlenden Bewertung der den Stammaktionären im Gegensatz zu den Vorzugsaktionären zukommenden Stimm- und Herrschaftsrechten einhergehe, greift dies nicht durch. Denn die Bewertung zur Ermittlung der angemessenen Kompensation der Minderheitsaktionäre bei deren Ausschluss nach § 327a AktG geht gerade von deren fehlendem Einfluss auf die Unternehmenspolitik wegen des Bestehens eines Hauptaktionärs mit 95 % oder mehr des maßgeblichen Aktienkapitals aus. Bei dieser Sachlage kann dem Stimmrecht des

Minderheitsaktionärs keine finanzielle Bedeutung zukommen, da wegen der Stimmmacht des Hauptaktionärs regelmäßig keinen Einfluss Minderheitsaktionäre mit einem bestimmten Stimmverhalten mehr nehmen können.

Dies schließt gleichwohl eine Berücksichtigung bei der Ermittlung des Verkehrswertes nicht aus. Es mag dem Stimmrecht - wie auch vorliegend - von anderen Marktteilnehmern ein Wert beigemessen werden. Dieser Wert drückt sich im Börsenkurs aus. Da der Börsenkurs für Stammaktien wiederum die Untergrenze ihrer Abfindung bildet, der hier zum Stichtag 7.2.2013 (Tag der Bekanntgabe der Maßgabe und dem gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs für einen Zeitraum von 3 Monaten davor, mit EUR 39,04 und bei EUR 38,29 für Vorzugaktien) unter der angebotenen und von der Kammer festgesetzten Abfindung lag ist auf diese Weise sichergestellt, dass die Abfindung ebenfalls eine Kompensation für die Herrschaftsrechte umfasst, sofern diesen ein gesonderter Wert zukommt.

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller, die Vorlage der Arbeitspapiere von und der gerichtlich bestellten sachverständigen Prüferin anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Vertragsbericht, dem Prüfbericht und der ergänzenden Stellungnahme der Prüferin wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich (vgl. hierzu OLG Stuttgart, Beschluss v. 17.3.2010 – 20 W 9/08 -).

Entgegen der Auffassung eines Antragstellers kann er sich hinsichtlich der Unangemessenheit der Abfindung nicht auf von der Bundesrepublik Deutschland mit anderen Staaten abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen berufen. Zum einen hat dieser Antragsteller nicht dargelegt, dass er als Angehöriger eines bestimmten ausländischen Staates unter ein konkretes Investitionsschutzabkommen fällt, zum anderen betrifft dies Frage des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nach §§ 327 a AktG ff überhaupt nicht die Frage der Höhe der Abfindung. Ein etwaiges entgegen stehendes

Investitionsschutzabkommen müsste daher im Wege einer Anfechtung gegen den Hauptversammlungsbeschluss über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre geltend gemacht werden, was hier nicht erfolgt ist. Zudem handelt es sich beim Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 327a AktG nicht um eine Enteignung oder einen enteignungsgleichen Eingriff, sondern nur um eine Inhalts- und Schrankenbestimmung des Eigentums der Minderheitsaktionäre im Verhältnis zur Hauptaktionärin (BVerfG BB 2007, Seite 1515 ff). Ein gerichtliches Verfahren zur Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung wie dies das Bundesverfassungsgericht verlangt, ist vorgesehen, wie das hiesige Verfahren zeigt.

Die Höhe und der Beginn der Verzinsung des Nachzahlungsanspruchs ergeben sich bereits aus dem Gesetz. Ein gesonderter Ausspruch ist im Spruchverfahren nicht veranlasst.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergeben sich aus § 23 Nr. 14 GNotKG i.V.m. § 15 Abs. 1 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung statt, wenn es die Billigkeit gebietet. Im Hinblick darauf, dass es zu einer gerichtlichen Korrektur des Abfindungsbetrags kommt und den dargelegten hier vorliegenden besonderen Schwierigkeiten zur Schätzung einer angemessenen Abfindung sind auch Billigkeitsgründe gegeben, die eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 74 GNotKG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. Hinsichtlich der Abfindung ist für den Geschäftswert auf die Differenz zwischen der angebotenen und der angemessenen Abfindung, bezogen auf die vom Ausschluss betroffenen Aktien von Minderheitsaktionären; d.h. hier insgesamt 1.385.083 Aktien (397.108 Stammaktien und 987.975 Vorzugsaktien) abzustellen. Bei der Erhöhung von EUR 5,24 je Aktie ergibt dies einen Wert von über Mio. EUR 7.257.834,92.

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt. Zur Frage der Zulassung einer Beschwerde folgt die Kammer der Entscheidung des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main vom 21.5.2012 – WpÜG 10/11 –.

Auch im gesellschaftsrechtlichen Spruchverfahren handelt es sich um eine vermögensrechtliche Streitigkeit wie im Verfahren nach § 39a WpÜG, für die § 61 FamFG seit 1.9.2009 gilt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit ich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7).

Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten.

Es gibt vorliegend keinen Grund, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und die daraus begehrte Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichen des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist, zumal keiner der Beteiligten auch die Zulassung beantragt hat.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und es muss eine Beschwer von über EUR 600,-- gegeben sein.