21 W 121/15
3-05 O 198/13 Landgericht Frankfurt am Main

OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchstellenverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Dyckerhoff AG

hat der 21. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Frankfurt am Main durch den Vorsitzenden Richter am Oberlandesgericht , die Richterin am Oberlandesgericht und die Richterin am Oberlandesgericht nach mündlicher Verhandlung vom 21. August 2020 am 8.. September 2020 beschlossen:

Die Beschwerde des gemeinsamen Vertreters wird verworfen.

Die Beschwerden der Antragsteller zu 32) und 33), zu 64) und 67), zu 16) und 77), zu 53), zu 80) und 81), zu 86), zu 87), sowie zu 90) und 91) werden zurückgewiesen.

Auf die Beschwerde der Antragsgegnerin wird unter Zurückweisung im Übrigen der Beschluss des Landgerichts Frankfurt am Main vom 08. Juni 2015 abgeändert und der Klarstellung halber unter Einbezug der Nebenentscheidungen des Beschwerdeverfahrens insgesamt wie folgt neu gefasst:

Die angemessene Barabfindung gemäß § 327b Abs. 1 AktG aufgrund der Übertragung von Aktien auf den Hauptaktionär wird auf 52,08 € je Stückaktie der Dyckerhoff AG festgesetzt.

Die gerichtlichen Kosten des erst- und zweitinstanzlichen Verfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Des Weiteren hat die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller in erster Instanz zu tragen. Ferner hat sie die Hälfte der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren mit Ausnahme derjenigen der beschwerdeführenden Antragsteller zu 32) und 33), zu 64) und 67), zu 16) und 77), zu 53), zu 80) und 81), zu 86), zu 87), sowie zu 90) und 91) zu tragen. Im Übrigen werden außergerichtliche Kosten im Beschwerdeverfahren nicht erstattet.

Der Geschäftswert des erstinstanzlichen Verfahrens und des Beschwerdeverfahrens wird auf 6.814.608,36 € festgesetzt.

Gründe

A.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Dyckerhoff AG. Das Grundkapital der Dyckerhoff AG betrug 105.639.815,68 € und war eingeteilt in 20.667.554 Stück nennbetragslose Stammaktien und 20.597.999 nennbetragslose Vorzugsaktien ohne Stimmrecht.

Die Vorzugsaktien waren mit einem Gewinnvorzug nach Maßgabe von § 29 Buchstabe a) der Satzung ausgestattet. Danach erhielten Vorzugsaktien aus dem zur Verteilung gelangenden Gewinn vorweg einen Vorzugsgewinnanteil von 0,13 € je Vorzugsaktie, ferner nach Ausschüttung eines Gewinnanteils von 0,13 € je 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 Anteils. In den letzten Jahren vor dem Jahr 2013 lagen die Ausschüttungen je Aktie stets oberhalb von 0,13 €.

Die Vorzugs- und die Stammaktien der Dyckerhoff AG sind zum Handel im regulierten Markt zugelassen. Ferner werden sie im Freiverkehr an den Börsen Berlin, Hamburg, Hannover (nur Vorzugsaktien), München und Stuttgart gehandelt. Das Geschäftsjahr der Dyckerhoff AG war das Kalenderjahr. Unternehmensgegenstand der Gesellschaft war die 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.

Der Tätigkeitsschwerpunkt der Dyckerhoff AG lag auf der Produktion und dem Vertrieb von Zement und Transportbeton. Dieses Kerngeschäft war in den Geschäftsbereichen Deutschland/Westeuropa, Osteuropa und USA zusammengefasst. Die Dyckerhoff AG unterhielt verschiedene Tochterunternehmen in den drei vorgenannten Geschäftsbereichen. Den Geschäftsbereich USA betrieb die Dyckerhoff AG zusammen mit der Antragsgegnerin in einer von beiden Gesellschaften geführten US-Holding, an welcher die Dyckerhoff AG zu 48,5 % beteiligt war. Wegen der Konzernstruktur wird auf die Übersicht im Übertragungsbericht (S. 9) Bezug genommen.

Nachdem die Antragsgegnerin im Juni 2001 34 % des Grundkapitals der Dyckerhoff AG erworben hatte, stockte sie ihre Beteiligung u.a. vermittels eines öffentlichen Umtauschangebotes an die Vorzugsaktionäre der Dyckerhoff AG im Herbst 2003 und eines freiwilligen Erwerbsangebots Ende 2006 auf. Mit Ad-hoc-Mitteilung vom 23. November 2012 teilte die Antragsgegnerin mit, dass sie die 95 % Beteiligungsquote überschreiten werde. Hierfür hatte sie im Jahr 2012 insgesamt 20.499 Stammaktien und 1.347.951 Vorzugsaktien der Dyckerhoff AG zu einem Gesamtkaufpreis von etwa 71,7 Millionen Euro erworben, welches einem Durchschnittspreis von 52,40 € pro Aktie entspricht. Mit Schreiben vom 8. Februar 2013 stellte die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin gegenüber dem Vorstand der Dyckerhoff AG das Verlangen, über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gemäß §§ 327a ff AktG zu beschließen. Zu diesem Zeitpunkt verfügte die Antragsgegnerin mittelbar und unmittelbar über 20.270.446 der Stammaktien sowie über 19.610.024 der Vorzugsaktien, mithin 96,64 % des Grundkapitals.

Zur Feststellung der angemessenen Barabfindung nach § 327b Abs. 1 AktG hatte die Antragsgegnerin (im folgenden Bewertungsgutachterin) mit der Erstellung einer Bewertung der Dyckerhoff AG beauftragt. Die Bewertungsgutachterin ermittelte einen Unternehmenswert der Dyckerhoff AG nach dem Ertragswertverfahren in Höhe von 47,16 € pro Aktie. Der Börsenkurs der Dyckerhoff AG in der dreimonatigen Referenzperiode vor dem 08.02.2013 betrug für die Stammaktie 39,04 € und für die

Vorzugsaktie 38,29 € (vgl. BaFin Auskunft vom 15. März 2013, Anlage AG 15). Wegen der Einzelheiten wird auf die gutachterliche Stellungnahme als Anlage zu dem Übertragungsbericht Bezug genommen.

Das Landgericht Frankfurt am Main hat auf Antrag der Antragsgegnerin mit Beschluss vom 18. Februar 2013

(im folgenden sachverständige Prüferin) zum Prüfer der Angemessenheit des festgelegten Barabfindungsbetrages bestellt. In ihrem Prüfungsbericht vom 14. Mai 2013 hat die sachverständige Prüferin die Angemessenheit der Höhe der Barabfindung bestätigt. Wegen der Einzelheiten wird auf den Prüfbericht verwiesen.

In der Hauptversammlung der Dyckerhoff AG vom 12. Juli 2013 wurde sodann gemäß § 327 a Abs. 1 Satz 1 AktG beschlossen, die Aktien der übrigen Aktionäre der Dyckerhoff AG gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von 47,16 € auf die Antragsgegnerin zu übertragen. Dieser Beschluss wurde am 27. August 2013 in das Handelsregister eingetragen.

Beginnend ab dem 5. September 2013 leiteten die Antragsteller ein Spruchverfahren ein mit dem Ziel, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich prüfen zu lassen. Sie machten im Wesentlichen geltend, der Ertragswert sei unzutreffend und würde über der angebotenen Abfindung liegen. Die Planung sei zu pessimistisch. Die Annahme einer wachstumsbedingten Thesaurierung in der Phase der ewigen Rente sei unzutreffend. Insbesondere seien die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes zu kritisieren. So sei die Marktrisikoprämie mit 5,5 % zu hoch und der Wachstumsfaktor mit 1 % zu niedrig. Auch sei auf das eigene Beta der Dyckerhoff AG abzustellen.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 30. Oktober 2014 (Bl. 1470 d.A.) die Einholung einer ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin insbesondere zu den Einwendungen hinsichtlich der Planung sowie eine alternative Berechnung mit einer Marktrisikoprämie in Höhe von 4,5 % und dem eigenen Beta-Faktor der Dyckerhoff AG angeordnet (Bl. 1470 d.A.). Wegen des Ergebnisses der

Beweisaufnahme wird auf die ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin vom 16.01.2015 (Anlage zu Bl. 1547 d.A.) Bezug genommen.

Mit Beschluss vom 08.Juni 2015 (Bl. 1854 ff d.A.) hat das Landgericht sodann die Abfindung auf für beide Aktiengattungen einheitlich 52,40 € unter Berücksichtigung der im Jahr 2012 – durchschnittlich - gezahlten Vorerwerbspreise festgesetzt. Zur Begründung hat es im Wesentlichen ausgeführt, die Ermittlung des Unternehmenswertes anhand der Ertragswertmethode sei vorliegend nicht sachgerecht. Es sei schon fraglich, ob die Planung angesichts des eingeschwungenen Zustands in Phase 2, bei dem nicht das letzte konkrete Planjahr angesetzt wurde, sondern eine Durchschnittsbildung erfolgte, plausibel sei. Insbesondere seien aber die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes problematisch. Würde man aber eine niedrigere Marktrisikoprämie sowie das eigene Beta der Gesellslchaft verwenden, würde sich eine Abfindung in Höhe von erheblich über 60 € ergeben. Dieses würde im Hinblick auf den Börsenkurs in Höhe von ca. 39 € ein nicht nachvollziehbares Marktversagen begründen. Es biete sich daher an, für die Angemessenheit der Abfindung auf die mit Ad-hoc Mitteilung vom 23. November 2012 mitgeteilten Vorerwerbe der Antragsgegnerin im Jahr 2012 von durchschnittlich 52,40 € je Aktie abzustellen. Denn auch hierbei handele es sich um einen Marktpreis. Es spreche auch nichts dagegen, einen etwaigen sog. Paketzuschlag auch den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären zukommen zu lassen, ohne dass sich ein solcher vorliegend feststellen ließe. Dabei sei die Gleichbehandlung von Vorzugs- und Stammaktien bei der Ermittlung der Abfindung angemessen.

Gegen die Entscheidung haben die Antragsteller zu 32) und 33) (Bl. 1981ff d.A), zu 64) und 67) (Bl. 1995 d.A.), zu 16) und 77) (Bl. 2016 d.A.), zu 53) (Bl. 2037 d.A.), zu 80) und 81) (Bl. 2043 d.A.), zu 86) (Bl. 2048 d.A.), zu 87) (Bl. 2039 d.A)., zu 90) und 91) (Bl. 2035 d.A.), die Antragsgegnerin (Bl. 2019 ff d.A.) und der gemeinsame Vertreter (Bl. 2028 ff d.A.) Beschwerde eingelegt.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 25. August 2015 (Bl. 2052 ff d.A.) den Beschwerden nicht abgeholfen.

Die beschwerdeführenden Antragssteller beantragen, das Verfahren an das Landgericht zur weiteren Aufklärung des Sachverhalts und zur Entscheidung zurückzuverweisen, hilfsweise eine über dem Betrag von 52,40 € liegende Barabfindung festzusetzen. Zur Begründung tragen sie vor, das Landgericht sei selber von einem deutlichen höheren Ertragswert von ca. 60 € ausgegangen. Es hätte daher diesen der Bewertung zugrunde legen und ggf. bestehende Bedenken insbesondere im Zusammenhang mit dem Kapitalisierungszins aber auch die Zweifel an dem Ergebniseinbruch in der Phase der ewigen Rente (S. 28 des Beschlusses) weiter aufklären müssen. Sie verfolgen ihre erstinstanzlich erhobenen Bewertungsrügen weiter, insbesondere die Einwände hinsichtlich der Parameter des Kapitalisierungszinssatzes und der Unplausibilität der Planung.

Der gemeinsame Vertreter sowie einige Antragsteller machen zudem geltend, dass hinsichtlich der Vorerwerbspreise die tatsächlich gezahlten Höchstpreise und nicht die Durchschnittspreise zur Wertermittlung herangezogen werden sollten.

Demgegenüber wendet sich die Antragsgegnerin vornehmlich gegen die Berücksichtigung der Vorerwerbspreise. Die Barabfindung sei auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens zu schätzen. Die Höhe der Abfindung, die über dem Börsenwert liege, sei zutreffend ermittelt worden. Insbesondere seien weder die Bedenken gegen die Marktrisikoprämie noch gegen die Verwerfung des eigenen Betas der Gesellschaft durchgreifend.

Die Antragsteller im Übrigen sowie der gemeinsame Vertreter machen hinsichtlich der Beschwerde der Antragsgegnerin geltend, die Vorerwerbspreise seien jedenfalls als Untergrenze heranzuziehen, da es sich um einen Marktpreis und damit um einen Verkehrswert handele. Dies ergebe sich aus der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs vom 12.01.2016 zur Frage des Barwerts der Ausgleichszahlung als Untergrenze, soweit dieser dem Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung entspräche. Eine Abfindung dürfe aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht unter dem Verkehrswert der Aktie liegen. Die

Vorerwerbspreise seien in mehrfachen unabhängigen Transaktionen gezahlt worden, so dass diese auch keinen Paketzuschlag enthalten hätten.

Mit Verfügung der Berichterstatterin vom 11. September 2017 (Bl. 2396 d.A.) hat der Senat Auskünfte zu den Vorerwerben angefordert sowie Hinweise zur wachstumsbedingten Thesaurierung, zur Marktrisikoprämie und zum Basiszins erteilt. Die Antragsteller haben unter Hinweis auf eine Entscheidung des OLG Düsseldorf vom 06. April 2017 (I-26 W 10/15) ihre Einwände gegen die Berechtigung einer wachstumsbedingten Thesaurierung vertieft.

Der Senat hat Beweis erhoben zu der Frage, ob vor dem Hintergrund der Berücksichtigung einer Reinvestitionsrate in Höhe von 120 Millionen € in der ewigen Rente die Annahme einer zusätzlichen Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum in Höhe von 18,8 Millionen € sachgerecht sei durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen . Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das Gutachten des Sachverständigen vom 19. Dezember 2018 sowie die ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen vom 31. Oktober 2019 Bezug genommen.

Der Sachverständige wurde im Termin zur mündlichen Verhandlung am 21. August 2020 angehört. Wegen des Ergebnisses wird auf das Protokoll (Bl. 3389 ff d.A.) verwiesen.

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

B.

Die zulässige Beschwerde der Antragsgegnerin hat in geringem Umfang Erfolg.

Auf der Grundlage der vom Senat gemäß § 287 Abs. 2 ZPO vorgenommenen Schätzung ist die gemäß § 327b Abs. 1 AktG zu gewährende Barabfindung auf 52,08 € festzusetzten. Demgegenüber bleibt den zulässigen Beschwerden der Antragsteller der Erfolg versagt. Die Beschwerde des gemeinsamen Vertreters ist bereits unzulässig.

I.

1. Die wechselseitig eingelegten Beschwerden der Antragsteller und der Antragsgegnerin sind zulässig. Insbesondere sind alle Rechtsmittel formgerecht eingelegt worden. Ferner wurde die Monatsfrist des § 63 Abs. 1 Satz 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG gewahrt (vgl. für die Antragsteller zu 32) und 33) Bl. 1942,1981 d.A; zu 64) und 67) Bl. 1895,1995 d.A.; zu 16) und 77) Bl. 1904,2016 d.A.; zu 53) Bl.2009, 2037 d.A; zu 80) und 81) Bl. 1943,2043 d.A.; zu 86) Bl. 1984, 2048 d.A.; zu 87) Bl. 2014, 2039 d.A.; zu 90) und 91) Bl. 1894,2035 d.A.; für die Antragsgegnerin Bl. 1896, 2019 d.A.).

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 der Antragsteller zu 87) als Beschwerdeführer hält 2000 Aktien. Daraus ergibt sich, dass schon seine Beschwer die erforderliche Beschwerdesumme von 600 € überschreitet, da im Hinblick auf die Schätzung eines Ertragswertes durch das Landgericht von über 60 € Gründe für eine Abänderung der angegriffenen Entscheidung hinreichend dargelegt sind. Dies wiederum hat zur Folge, dass für alle Beschwerdeführer und zwar auch diejenigen, die lediglich über eine Aktie der Dyckerhoff AG verfügt haben, die erforderliche Beschwerdesumme erreicht ist (vgl. BGH, Beschluss vom 18. September 2018 – II ZB 15/17, juris Rn. 24).

2. Die befristete Beschwerde des gemeinsamen Vertreters ist hingegen unzulässig. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshof ist der gemeinsame Vertreter in Spruchverfahren bereits nicht beschwerdebefugt (vgl. BGH, Beschluss vom 29.09.2015 – II ZB 23/14, ZIP 2016,110).

II.

Die Beschwerde der Antragsgegnerin ist teilweise begründet, so dass die angefochtene Entscheidung insoweit abzuändern war. Dagegen erweisen sich die Beschwerden der Antragsteller als unbegründet.

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

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

Wenn die Abfindung nicht nach dem Börsenkurs der gehaltenen Aktie als Untergrenze der Abfindung bestimmt wird, ist in der Regel der anteilige Unternehmenswert zugrunde zu legen, wobei der Wert des Unternehmens im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln ist (vgl. BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14, Juris Rn 21; Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, Juris Rn 33; BGHZ 147, 108, 116). Hierfür ist entscheidend, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die von dem Gericht vorzunehmende Schätzung geschaffen ist. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige (vgl. Luiz de Vargas, AG 2016, 354, 357), aber sowohl aus verfassungsrechtlicher (vgl. BVerfG NJW 2007, 3266, zit. nach

Juris Rn 23) als auch aus einfachrechtlicher (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, zit nach Juris 42; BGHZ 147, 108, zit. nach Juris Rn 20 am Ende) Sicht nicht notwendiger Weise bestmögliche Grundlage handelt. Dies bedeutet, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 42 mwN). Zudem muss das Gericht im konkreten Fall in Ausübung des ihm 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.

2. Unter Berücksichtigung dieser Grundsätze erweist sich vorliegend die Ertragswertmethode als geeignete Schätzgrundlage.

a) Zunächst kann entgegen der Auffassung des Landgerichts der anteilige Unternehmenswert nicht allein aufgrund der von der Antragsgegnerin gezahlten Vorerwerbspreise ermittelt werden.

Vorerwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze-Out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung in der Regel keine Rolle (Senat, Beschluss vom 20 November 2019 - 21 W 77/14, juris Rn.159; OLG München, Beschluss vom 20.03.2019 – 31 Wx 185/17).

Denn in dem von dem Großaktionär gezahlten Preis kommt der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist regelmäßig dadurch mitbestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär auch häufig bereit, einen „Paketzuschlag" zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs.1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (BVerfGE 100,289, juris Rn. 58,59; BGHZ 186,229, juris Rn. 31; OLG München, aaO m.w.N.).

Die Antragsgegnerin hat dargelegt, dass nur bei den letzten beiden Erwerben am 29.11.2012 ein Preis von 54,50 € bezahlt wurde, während bei vorangegangenen Erwerben der Preis überwiegend bei 29 € gelegen habe. Am 29.11.2012 wurden in einem Paket 1.235.061 Vorzugsaktien erworben. Die letzten beiden Erwerbe erfolgten wie von der Antragsgegnerin dargelegt und zudem erkennbar zur Erreichung der 95 % -Schwelle, so dass der für die Erreichung dieses Zweckes gezahlte – von den übrigen Erwerben erheblich abweichende – Preis keine geeignete Schätzgrundlage – auch nicht im Rahmen einer Durchschnittsbildung - darzustellen vermag.

Der Durchschnittsvorerwerbspreis spiegelt aber – soweit in diesen Paketzuschläge einfließen - auch nicht etwa vom Minderheitsaktionär realisierbaren den Verkehrswert des Unternehmensanteils wieder, so dass dieser auch nicht als Untergrenze, etwa in entsprechender Anwendung der vom BGH in der Entscheidung vom 12.01.2017 für den Barwert der Ausgleichszahlung aufgestellten Grundsätze (vgl. BGH Beschluss vom 12. Januar 2017 - II ZB 25/14, juris Rn. 30), wie von einigen Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter geltend gemacht, heranzuziehen ist.

Allerdings ist durchaus zu konstatieren, dass letztlich der im Rahmen der Ertragswertermittlung der Schätzung zugrunde zu legende Wert der Aktie mit 52,08 € faktisch den durchschnittlich gezahlten Vorerwerbspreisen im Wesentlichen entspricht. Angesichts der Verfahrensdauer und der durch Einholung von Sachverständigengutachten entstehenden erheblichen Kosten mag eine differenzierte Prüfung, ob im Einzelfall die Vorerwerbspreise Marktpreisen entsprochen haben könnten, in Betracht gezogen werden können. Ohne konkrete Ermittlungen zu den Vorerwerbstransaktionen – etwa hinsichtlich der Zeiträume, des Umfanges und der an der Transaktion Beteiligten - kommen Vorerwerbspreise allein als geeignete Schätzgrundlage weiterhin nicht in Betracht. Etwas anderes kann gelten, wenn etwa durch Vergleich der – jeweiligen – Vorerwerbspreise mit den Börsenkursen im Hinblick auf den grundsätzlich als Schätzer geeigneten Börsenwert auch in den Vorerwerbspreisen der Verkehrswert des Unternehmens zum Ausdruck kommt. Dies kann vorliegend, angesichts der erheblichen Abweichung insbesondere des letzten Aktienpaketerwerbspreises zum Börsenwert des Unternehmens nicht festgestellt werden.

b) Die angemessene Abfindung ist vorliegend anhand des Ertragswertverfahrens zu ermitteln. Der Börsenkurs der Dyckerhoff AG, der zudem deutlich unterhalb der von der Antragsgegnerin angebotenen Abfindung gelegen hat, ist jedenfalls nicht hinreichend aussagekräftig, um etwa als alleinige Schätzgrundlage herangezogen werden zu können.

Der anteilige Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag beträgt unter Berücksichtigung der sich aus der Beweisaufnahme ergebenden Korrekturen nach der Ertragswertmethode 52,08 €.

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

57; OLG Düsseldorf vom 15. August 2016 – 26 W 17/13, juris Rn. 32). Soweit das Landgericht in dem angefochtenen Beschluss die Auffassung vertritt, die Ertragswertmethode sei vorliegend nicht geeignet, weil sie zu einem unrealistischen Unternehmenswert führe, vermag sich der Senat dieser Ansicht nicht anzuschließen. Nicht die Methode ist abzulehnen, sondern insbesondere der vom Landgericht zur Stützung seiner Auffassung unterstellte, gegenüber dem Übertragungsbericht korrigierte Wert der Marktrisikoprämie.

Die in dem Bewertungsgutachten der Ertragswertermittlung zugrunde gelegten Planzahlen und Parameter, die von der sachverständigen Prüferin bestätigt wurden, erweisen sich bis auf die Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung und die Berücksichtigung der Besteuerung der inflationsbedingten Wertsteigerungen als tragfähig.

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

bb) Entgegen der Auffassung der Antragsteller bestehen auf der Grundlage des gebotenen, auf Widersprüchlichkeit und Plausibilität eingeschränkten gerichtlichen Überprüfungsmaßstabes abgesehen von der Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung sowie der Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen in der ewigen Rente keine durchgreifenden Bedenken gegen die im Übertragungsbericht ausgewiesenen geplanten zukünftigen Erträge.

aaa) Die Planung der zukünftigen Erträge beruhte zunächst auf einer Vergangenheitsanalyse. Diese ist Grundlage für die Abschätzung künftiger Entwicklungen. Hiermit soll erreicht werden, dass die Prognose der künftigen Ertragsüberschüsse nicht losgelöst von der in der Vergangenheit ausgewiesenen Ertragskraft der Gesellschaft ist. Zugleich soll aber auch eine unreflektierte

Fortschreibung vergangener Entwicklungen in die Zukunft verhindert werden, weswegen regelmäßig – wie auch vorliegend – eine Bereinigung der Vergangenheitswerte um Sondereinflüsse vorgenommen wird (vgl. WP HandB 2008, Bd II Teil A, S. 51 f.).

Die Vergangenheitsanalyse betraf die Jahre 2010 bis 2012. Nach den von der Wirtschaftskrise beeinflussten Jahren in 2008/2009 hatte sich die Konjunktur in 2010 wieder erholt. Im Geschäftsjahr 2011 wurde die konjunkturelle Entwicklung durch ungewöhnlich warme Winter in wichtigen Absatzmärkten sowie Kapazitätserweiterungen begünstigt. Diese Entwicklung schwächte sich im Geschäftsjahr 2012 aufgrund des durch die Eurokrise schwächeren Wirtschaftswachstums sowie einer Kältephase in Mitteleuropa und anderen wichtigen Märkten etwas ab (Bewertungsgutachten S. 39/40).

Da Kerngeschäft des Dyckerhoff Konzerns die Produktion und der Vertrieb von Zement und Transportbeton ist, ist die Geschäftsentwicklung maßgeblich abhängig von dem regionalen gesamtwirtschaftlichen Umfeld. Aufgrund einer hohen Korrelation zwischen Baukonjunktur und Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes weist die Absatzentwicklung der Dyckerhoff AG eine hohe Übereinstimmung mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung in den einzelnen Ländern auf.

Die Vergangenheitsanalyse umfasste dabei die drei Geschäftsbereiche Deutschland/Westeuropa, Osteuropa und USA, dort wiederum jeweils aufgeschlüsselt für die einzelnen Länder (Segmente). Im Bereich Deutschland/Westeuropa entwickelte sich die EBITDA-Marge insgesamt rückläufig auf 13 % (2010: 15,7 %, 2011, 16,2 %). Ursächlich hierfür waren insgesamt stagnierende bzw. rückläufige Absatzmengen und Preise bei weitgehend konstanten Kosten in produktionsmengenunabhängigen Bereichen. Der Geschäftsbereich Osteuropa profitierte von verstärkter Bautätigkeit im Vorfeld der Fussballeuropameisterschaft 2012 in Polen und der Ukraine. Während in 2012 die Bauwirtschaft in Russland weiter expandierte gingen die Bauinvestitionen in den anderen Segmenten konjunkturbedingt zurück. Die EBITDA-Marge des Geschäftsbereichs Osteuropa stieg von 20,9 % im Geschäftsjahr 2010 auf 27,1 %

im Geschäftsjahr 2012. In den USA war die Lage der Bauwirtschaft in den Jahren 2010 und 2011 noch schwierig und führte zu Umsatzrückgängen. Der Trend konnte im Geschäftsjahr 2012 gestoppt werden. In der US-Bauwirtschaft war ein Nachfragewachstum in Höhe von ca. 6,2 % zu verzeichnen, welches auch den Umsatz der amerikanischen Tochter erhöhte.

Ausgehend von der Vergangenheitsanalyse erfolgte der Planungsprozess der Dyckerhoff AG zentralisiert aus Deutschland beginnend jeweils auf Gesellschaftsebene. Nur die Planung der wurde von dem dortigen Board vorgelegt und übernommen. Die Planung für das Jahr 2013 umfasste die von der Dyckerhoff AG beschlossene Budgetplanung. Auch die Planung für das Jahr 2014 beruhte auf den konkreten Umsatzplanungen der von den jeweiligen Vertriebsbereichen prognostizierten Absatzmengen. Die Planung für die Jahre 2015-2017 erfolgte sodann aufgrund einer Fortschreibung der Planzahlen für die wesentlichsten Einzelgesellschaften, die anhand von 6 Planungsparametern (Absatzpreis, Absatzmenge, Frachtraten, Materialkosten, sonstige Aufwendungen und Erträge, Personalaufwand) verändert wurden. Die Planungen unwesentlicher Einzelgesellschaften wurden mittels pauschaler Annahmen ab 2015 fortgeschrieben.

Die Dyckerhoff AG erwartete konzernweit einen Umsatzanstieg in Höhe von durchschnittlich 5 % im Jahr. Dabei wurde von einer gewissen Nachfragesättigung im Geschäftsbereich Deutschland/Westeuropa ausgegangen, welche auch zukünftige Preissteigerungspotentiale einschränkt. Im Geschäftsbereich Osteuropa waren in den Segmenten Russland und der Ukraine Wachstumspotentiale vorhanden, im Geschäftsbereich USA wurde eine Erholung der Baukonjunktur erwartet. Für die Geschäftsjahre 2015 bis 2017 wurde in allen Geschäftsbereichen mit einer weiteren Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Lage gerechnet. Insgesamt stieg die EBITDA Marge im Detailplanungszeitraum kontinuierlich an und erreichte im Planjahr 2017 einen Wert von 18,8 %, welcher oberhalb der in den Geschäftsjahren 2010 bis 2012 erreichten Werten liegt.

bbb) Die gegen diese Ertragsplanung vorgebrachten Einwände der Antragsteller greifen nicht durch.

(1) Soweit u.a. die Antragsteller zu 14), 16), 17), 19), 20), 77) und 78) einwenden, es habe sich schon nicht um eine eigene Planung der Gesellschaft gehandelt, da diese ab dem Jahr 2015 lediglich fortgeschrieben sei, so ist dies zwar insoweit zutreffend, als dass die integrierte Konzernplanungsrechnung zunächst nur für die Jahre 2013 und 2014 vorlag. Es handelt sich aber jedenfalls entgegen der Annahme einiger Antragssteller um eine von der Dyckerhoff AG selbst vorgenommene Planung für die Detailplanungsphase, bei der von der Bewertungsgutachterin nur einige – bewertungstechnisch erforderliche – Bereinigungen vorgenommen wurden.

Auch der Einwand, die Planung ab dem Jahr 2015 sei nur noch „mehr oder weniger linear" erfolgt sei, ohne die Aufholbewegung der Dyckerhoff AG nachzuzeichnen, ändert nichts an dem Umstand, dass es sich um eine eigenständige Planung handelt. Auch mit einem linearen Anstieg wird das angenommene Umsatzwachstum abgebildet. Der pauschale Einwand ist nicht geeignet, die sehr detaillierten Planannahmen in den verschiedenen Segmenten in Frage zu stellen.

(2) Soweit die Beschwerdeführer und der gemeinsame Vertreter die Planannahmen und damit die Erwartungswerte hinsichtlich der Ertrags- bzw. Umsatzerlöse insgesamt als zu pessimistisch rügen, kann dieser Einschätzung nicht gefolgt werden. Insbesondere ist nicht ersichtlich, dass Chancen und Risiken der Dyckerhoff AG in diesem Zusammenhang unzureichend oder fehlerhaft bewertet und damit die prognostizierten Umsatzerlöse zu Lasten der Antragsteller zu niedrig angesetzt wurden.

Die sachverständige Prüferin hat sich in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 16. Januar 2015 nochmals mit den erhobenen Einwänden gegen die Umsatzerlöse und Wachstumsannahmen ausführlich auseinandergesetzt und die Plausibilität der Planannahmen insgesamt bestätigt. Soweit die Antragsteller beispielsweise gerügt haben, dass in der Detailplanungsphase das durchschnittliche Umsatzwachstum der Jahre 2011 und 2012 in Höhe von 7 % nicht mehr erreicht werde, so hat die

sachverständige Prüferin nachvollziehbar dargelegt, dass dieser Durchschnitt auf einem Umsatzzuwachs von 13,2 % im Jahr 2011 beruhte, welches durch einen untypisch milden Winter geprägt wurde, während im Jahr 2012 nur noch ein Wachstum von 0,2 % zu verzeichnen war. Während betrachtet über die Jahr 2002 - 2012 eine durchschnittliche Wachstumsrate von 0, 4 %, bzw. eine mittlere Wachstumsrate von 1,6 % erreicht wurde, stiegen die Umsatzerlöse im Detailplanungszeitraum demgegenüber durchschnittlich um 4,6 % im Jahr. Vor diesem Hintergrund kann die Planung der Erträge nicht als pessimistisch angesehen werden. Die sachverständige Prüferin hat vielmehr selbst eine moderaterere Umsatzplanung als ebenfalls vertretbar erachtet.

Soweit gegen die Betrachtung der Jahre 2002 - 2012 der Einwand erhoben wurde, das Jahr 2002 sei als Ausgangspunkt ungeeignet, da es gravierende Veränderungen im Konsolidierungskreis der Dyckerhoff AG gegeben hätte, welche zu dem erheblichen Umsatzrückgang geführt hätten, so kann auch bei weiterer Betrachtung der erheblich schwankenden Umsatzzahlen, welche von – 30,6 % - wenn auch im Krisenjahr 2009 - bis + 25,1 % reichen, nicht festgestellt werden, dass das zugrunde gelegte Wachstum der Umsätze unplausibel wäre.

Der Planung liegt eine sorgfältige, sehr detaillierte Analyse der einzelnen Segmente zugrunde. Sie berücksichtigt jeweils die gesamtwirtschaftliche Entwicklung, die für die Bauindustrie und damit die Dyckerhoff AG als Zement- und Betonlieferantin maßgeblich ist. Sowohl im Segment Russland als auch im Segment USA wurden die Wachstumschancen gesehen und bei der Umsatzentwicklung berücksichtigt. Die sachverständige Prüferin hat die Planannahmen bestätigt, für den Bereich Osteuropa sogar als ambitioniert bezeichnet. Denn diese umfassten zum einen eine mittelfristige Fortsetzung der aktuell sehr hohen Rentabilität, und zum anderen würde aufgrund der hohen lokalen Inflationsraten in die Planung der Preissteigerungsraten bei gleichzeitig konstanten Wechselkursen der lokalen Währungen zum Euro eine rein inflationsbedingte Dynamik mit in die (euro-basierte) Umsatz- aber auch Ergebnisplanung dieser Länder einfließen. Zudem seien wesentlich höhere als die geplanten Mengen im Fortschreibungszeitraum 2015 -

2017 ohne Erweiterungsinvestitionen nicht realistisch, da die Kapazitätsgrenzen der Produktionsanlangen von Dyckerhoff erreicht würden.

Insoweit hatte nach dem Vortrag der Antragsgegnerin und den Feststellungen der sachverständigen Prüferin der Vorstand der Dyckerhoff AG auch keine Erweiterungsinvestitionen oder Investitionen in neue Standorte geplant, da die regionalen Teilmärkte bereits so dicht besetzt waren, dass die Errichtung zusätzlicher Produktionsstandorte einen erheblichen Preisdruck auslösen und die Rentabilität solcher Investitionen gefährden würden. Die begonnenen Erweiterungsinvestitionen in Akbulak waren aufgrund der Finanzmarktkrise im Jahr 2009 gestoppt worden. Auch nach Überwindung der Krise bestand keine Absicht der Gesellschaft, den Bau des Werkes fortzuführen, da zwischenzeitlich Wettbewerber Kapazitäten errichtet hätten, mit denen der Zementbedarf in der Region in ausreichendem Umfang gedeckt werden könne.

Hinsichtlich der USA hat die sachverständige Prüferin die Planung ausdrücklich als sehr ambitioniert bezeichnet. Soweit die Antragsteller zu 14), 16),17),19),20),77) und 78) bei einem Vergleich der EBITDA-Marge von 2012 zu 2017 darauf abstellen, dass diese von 21,1 % auf 26,9 % bezogen auf das Wirtschaftswachstum in den USA, wie auch ein Vergleich mit dem Unternehmen Texas Industries mit 20 % iger Zuwachsrate zeige, unplausibel sei, lassen die Antragsteller außer Betracht, dass für das Jahr 2013 zunächst von einem Umsatzrückgang und einer EBITDA-Marge von lediglich 16,9 % ausgegangen wird, welche dann um ca. 10 % auf 26,9 % steigen soll. Zudem hat die sachverständige Prüferin detailliert dargelegt, dass die Wachstumsraten der bezogen auf den Gesamtmarkt in einer Bandbreite von jeweils +/-2 % abweichen, welches für eine angemessene Planung spricht.

Die Planung für den Geschäftsbereich West bietet ebenfalls keine Anhaltspunkte für eine Unangemessenheit der Planung. Die Planung erfolgte für jedes Segment unter Berücksichtigung der jeweiligen Teilmärkte, differenziert für Beton und Zement, deren Mengen- und Preisentwicklung unterschiedlich verlaufen kann. Die sachverständige Prüferin hat sowohl in ihrem Prüfbericht als auch in ihrer

ergänzenden Stellungnahme die Planannahmen und Prämissen nachvollziehbar dargelegt. So beruhte etwa der Umsatzrückgang im Betonbereich im Jahr 2013 im Segment Deutschland auf einer Umgliederung des Werks Béton de Ried in das Berichtssegment Luxemburg, wobei sich dieser Effekt auf Geschäftsbereichsebene dann wieder ausgleicht. Zudem wurde auch im Geschäftsbereich West insgesamt - weiter – von einem kontinuierlichen Umsatzanstieg ausgegangen, auch wenn für den inländischen Markt bei den Zementabsatzmengen kein wesentliches Wachstumspotential mehr erwartet wurde. Die sachverständige Prüferin hat insoweit die Annahme eines in Deutschland bestehenden ausgeprägten Wettbewerbs bestätigt. Soweit die Antragsteller darauf hinweisen, dass in Deutschland nach dem Jahresbericht des Bundesverbandes der deutschen Transportbetonindustrie keine Überkapazitäten wie in anderen Krisenländern der Europäischen Union bestehen würden, macht dies die Annahme, es seien nur moderate Preissteigerungen möglich, nicht unplausibel. Auch der Bundesverband geht nur von einer Entwicklung der Erlöse auf Inflationsniveau aus. Nachdem die Dyckerhoff AG für das Jahr 2013 bereits eine Preiserhöhung für Zement von ca. 4 % eingeplant hatte, ist es jedenfalls nicht unplausibel, für die Folgejahre von moderateren Preissteigerungsraten auszugehen.

Nicht nachvollziehbar ist der Einwand, es liege ein unerklärlicher Widerspruch dahingehend vor, dass die Personalkosten je Mitarbeiter entsprechend der Inflationserwartung mit 2 %, die Zement- und Betonpreise aber nur mit weit geringeren Raten steigen würden. Zum einen ist die Preisentwicklung bei Löhnen nicht vergleichbar mit der Frage der Möglichkeit der Durchsetzung von Preiserhöhungen am Markt. Zum anderen geht aus dem Bericht der Sachverständigen Prüferin hervor, dass die Preissteigerungsraten in Deutschland für den Bereich Zement für die Jahre 2015 - 2017 zwar nur bei 0,8 % – gegenüber Preissteigerungsraten in 2013 und 2014 von 4,1 % und 3,2 % - für den Bereich Beton aber insgesamt zwischen ca. 1,5 % und 2% liegen würden. Insoweit ist bereits nicht feststellbar, dass es sich um weit geringere Raten handeln würde. Einen Zusammenhang zwischen Preis- und Lohnentwicklung auf Segmentebene konnte die sachverständige Prüferin zudem auch unter Berücksichtigung einer Vergangenheitsanalyse nicht feststellen.

Schließlich bietet auch ein Vergleich mit den EBITDA-Margen von anderen Unternehmen keinen Anlass, die Plausibilität der Planung in Zweifel zu ziehen. Zwar ist der Einwand zutreffend, dass jedenfalls für das Jahr 2017 die EBIT- und EBITDA-Marge unter den Mittelwerten bzw. dem Median der anderen Unternehmen liegt, während Dyckerhoff in den Jahren seit 2010 zumindest beim EBIT jeweils deutlich darüber gelegen hatte. Allein der Umstand, dass das EBIT im Jahr 2017 unter dem Durchschnitt gelegen hatte, macht aber angesichts der ausdifferenzierten Planung im Übrigen diese nicht insgesamt unplausibel. Die sachverständige Prüferin hat hierzu in der ergänzenden Stellungnahme ausgeführt, dass sich die EBITDA-Marge auch im Vergangenheitszeitraum teilweise außerhalb der Bandbreite der Peer-Group-Unternehmen bewegt habe (so in 2010 deutlich darunter, 2011 und 2017 aber in dem Bereich). Insoweit gibt der Branchenvergleich allein keinen ausreichenden Hinweis darauf, dass die Planung zu pessimistisch sei, zumal die Abweichung vom Mittelwert nur bei 2,4 % bzw. 2,7 % liegt.

Soweit die Antragsteller zu 14), 16), 17), 19), 20), 77) und 78) rügen, dass die von der sachverständigen Prüferin dargelegten Margen schon nicht denjenigen entsprächen, die von der Antragsgegnerin vorgetragen bzw. dem Bewertungsgutachten zugrunde gelegt wurden, so ist dies nicht nachvollziehbar. Die Antragsgegnerin hat die EBIT-Marge der Dyckerhoff AG in der Antragserwiderung für das Jahr 2013 mit 9,2 % und für 2014 mit 10,6 % angegeben (Rn 565), welches den von der sachverständigen Prüferin in der ergänzenden Stellungnahme angegebenen Margen entspricht. Woraus die sich in dem Schriftsatz vom 25.03.2015 (Bl. 1663 ff d.A.) auf Seite 11 insoweit abweichenden EBIT-Marge von 5,4 % für 2013 und 7 % für 2015 ergeben sollen, ist nicht ersichtlich. Geringere EBIT-Margen würden aber letztlich ceteris paribus zu einem geringeren Unternehmenswert führen.

Schließlich dokumentieren die Ist-Zahlen des 1. Quartals 2013, dass die Planziele für dieses Quartal schon noch nicht erreicht wurden.

(3) Auch die Einwände gegen die geplanten Aufwendungen vermögen nicht zu überzeugen.

(3.1) So geht die Planung für die Geschäftsbereiche West und USA von einer sinkenden Materialaufwandsquote aus. Lediglich für den Geschäftsbereich Ost wird ein - maßvoller - Anstieg der Materialaufwandsquote von 47,7 % in 2012 auf 51,7 % in 2017 angenommen. Insoweit bestehen keine Anhaltspunkte dahingehend, dass in diesem Bereich eine pessimistische Planung zum Nachteil der Minderheitsaktionäre erfolgt wäre. Soweit die Antragsteller den Anstieg als nicht plausibel erachten, weil dieser auch auf die – unplausible - Annahme steigender Energiepreise gestützt wurde, hat die sachverständige Prüferin nachvollziehbar dargelegt, dass der Anstieg der Materialaufwandsquote im Wesentlichen auf einem inflationsbedingten Kostenanstieg beruhe und diese nicht vollständig auf die Absatzpreise übergewälzt werden könne. Soweit im Übrigen nur Einzelergebnisse von Teilmärkten auf Segmentebene herausgegriffen werden, um das Gesamtergebnis unplausibel erscheinen zu lassen, ist dies angesichts der ausdifferenzierten Planung im jeweiligen Segment- und Geschäftsbereich schon im Ansatzpunkt nicht geeignet, die Planung in den Geschäftsbereichen insgesamt angreifen zu können.

(3.2) Ebenso begegnen die für den Bereich des Personalaufwands vorgelegten Planzahlen keinen Bedenken. Für den Bereich West wird von einer insgesamt sinkenden Personalaufwandsquote bezogen auf die Gesamtleistung von 15,7 % im Jahr 2012 auf 14,8 % im Jahr 2017 ausgegangen. Die geplanten Personalaufwendungen basieren auf einem weitgehend konstanten Personalbestand und einer jährlichen Steigerungsrate auf dem Niveau der erwarteten Inflationsrate. Im Bereich Ost liegt der Planung ebenfalls eine sinkende Personalaufwandsquote zugrunde. Dort wird von Lohnsteigerungen aufgrund staatlich vorgegebener Tariferhöhungen oberhalb der Inflationsrate ausgegangen, während durch Effizienzverbesserungen und Produktionsoptimierungen ein Abbau der Personenanzahl erwartet wird. Schließlich wird auch im Geschäftsbereich USA von einer sinkenden Personalaufwandsquote von 21,2 % in 2013 auf 17,4 % in 2017 ausgegangen, obwohl sich der Personalaufwand in 2013 überproportional zum

Umsatz entwickelt. Vor dem Hintergrund der insgesamt sinkenden Personalaufwandsquoten ist nicht ersichtlich, dass hier eine Planung zum Nachteil der Minderheitsaktionäre erfolgt wäre. Soweit die Antragsteller zu 14), 16),17),19),20),77) und 78) darauf abstellen, dass die Annahme von um 0,7 % sinkender Personalkosten für den Geschäftsbereich West im Jahr 2013 unverständlich sei, wenn für die beiden Hauptgesellschaften von um 2,7 % bzw. 6,2 % steigenden Personalaufwendungen im selben Jahr ausgegangen werde, würde dieser Einwand lediglich höhere Personalaufwendungen begründen können, welches sich zulasten der Minderheitsaktionäre auswirken würde. Wiederum ist aber zu beachten, dass Einzelergebnisse im Segmentbereich nicht mit dem Ergebnis des Geschäftsbereichs einhergehen müssen.

Soweit in diesem Zusammenhang gerügt wird, dass bei der Planung des Personalaufwandes die Schließung von Pensionsplänen und die damit verbundene Kostenentlastung nicht berücksichtigt wurde, so ist festzuhalten, dass von den Pensions- und ähnlichen Verpflichtungen lediglich ein Anteil von 8,1 % auf bereits geschlossene Versorgungswerke entfällt und die sachverständige Prüferin bezogen auf den Zinsaufwand für Pensions- und ähnliche Verpflichtungen von rund 10,2 Millionen Euro im Jahr 2012 nur zu einem Anteil von 9 % hinsichtlich der geschlossenen Versorgungswerke kommt. Dabei ist der sachverständigen Prüferin auch darin zu folgen, dass hinsichtlich der erst seit dem 01.01.2011 geschlossenen Versorgungswerke zunächst noch mit laufenden Versorgungszusagen zu rechnen ist. Auch hat die sachverständige Prüferin bestätigt, dass entgegen der Behauptung einiger Antragsteller der Berechnung der Pensionsverpflichtung die Ergebnisse versicherungsmathematischer Gutachten für alle relevanten Segmente zugrunde lagen, so dass sich auch hieraus kein Ansatz für einen berechtigten Einwand gegen die Planung ableiten lässt.

(3.3) Der Ansatz der sonstigen betrieblichen Aufwendungen geht ebenfalls von einem leicht unterproportional zur Gesamtleistung liegenden Anstieg aus, so dass die betrieblichen Aufwendungen ausgehend von einer Quote von 27,7 % im Jahr 2012 auf 25,4 % im Jahr 2017 zurückgehen.

Soweit die sonstigen Erträge im Übrigen sinken, beruht dies nach den einleuchtenden Angaben der Antragsgegnerin auf Bereinigungen von Mieterträgen, die im Zusammenhang mit nicht betriebsnotwendigen Immobilien und damit im Rahmen der Bewertung des als Sonderwert zu erfassenden Vermögens erfolgen.

Die Kritik der Antragsteller an dem zukünftigen Nichtansatz von Einnahmen aus dem Verkauf von CO2-Zertifikaten greift nicht durch. Die Antragsgegnerin hat insoweit nachvollziehbar dargelegt, das die Erträge aus dem Verkauf von CO2-Rechten infolge von unterausgelasteten Kapazitäten erzielt werden konnten. Da in der Planung aber ein stetiges Mengenwachstum unterstellt wird, könnten derartige Sondereffekte zukünftig nicht mehr erzielt werden. Die sachverständige Prüferin hat die Annahme der Gesellschaft bestätigt, dass angesichts der aktuellen Entwicklung des Marktes für CO2-Zertifikate sowie der politischen Rahmenbedingungen weder von Einnahmen aus Verkäufen noch von Aufwendungen aus Käufen auszugehen sei. Diese Annahme beruhe auf der großzügigen Zuteilungspolitik seitens der EU, die dazu führen würde, das CO2- Zertifikate zum Bewertungsstichtag keinen nennenswerten Wert mehr hätten.

Soweit die Antragsteller darauf hinweisen, das im Konzernabschluss der Antragsgegnerin für das Jahr 2013 Erlöse aus dem Verkauf von CO2-Zertifikaten in Höhe von 4,5 Millionen € ausgewiesen seien, kann schon nicht festgestellt werden, dass die Situation der Antragsgegnerin mit der der Dyckerhoff AG vergleichbar ist. Die Antragsgegnerin hat insoweit ausgeführt, dass die Erlöse aus den Jahren 2010 und 2011 im Wesentlichen aus der krisenbedingt geringen Auslastung in den Jahren 2009 und 2010 resultierten und im Jahr 2011 die Inanspruchnahme von zugeteilten Rechten beinahe wieder ausgeglichen war. Die sachverständige Prüferin hat insoweit bestätigt, dass die Erlöse im Zeitraum 2010 – 2012 in den Landesgesellschaften in Deutschland, Luxemburg, Polen und der Tschechischen Republik erzielt wurden, während im Jahr 2011 ausschließlich für Deutschland Aufwendungen angefallen waren. Es ist daher jeweils auch die Situation in den einzelnen Ländern unterschiedlich zu betrachten, so dass sich ein pauschaler Vergleich mit der Antragsgegnerin verbietet.

(4) Schließlich bestehen auch gegen den Ansatz der Abschreibungen in der Detailplanungsphase keine Bedenken.

Die diesbezüglichen Rügen der Antragssteller greifen nicht durch.

Soweit sich die Antragsteller gegen eine Fortschreibung der Abschreibungen auf Investitionen ab dem Jahr 2016 wenden, obwohl die Investitionen ab dem Jahr 2015 deutlich unter demjenigen Betrag liegen würden, der sich aus der Vergangenheitsanalyse ergebe, so hat die sachverständige Prüferin dargelegt, dass keine bloße Fortschreibung erfolgt sei, sondern aufgrund der Annahme eines mit Ausnahme des Geschäftsbereichs USA weitgehend konstanten Investitionsverhalten geplant wurde. Auch der Einwand der Antragsteller, die Abschreibungen müssten aufgrund des im Vergleich zur Vergangenheit geringeren Investitionsniveaus ab 2015 im Planungszeitraum sinken, greift nicht durch. Hier verkennen die Antragsteller den vorlaufenden Effekt von Investitionen auf die Abschreibungen. Insoweit hat die sachverständige Prüferin nachvollziehbar dargelegt, dass angesichts der in den Jahren 2008 und 2009 erfolgten hohen (Erweiterungs-) Investitionen, die Abschreibungen auch bei einem weitgehend konstanten Investitionsverhalten ebenfalls mit konstanten Beträgen oberhalb des Investitionsniveaus geplant werden müssten, da Anlagen aus Großprojekten der jüngeren Zeit auch im Planungszeitraum weiter abgeschrieben werden.

Soweit die Antragsteller die Schließung des Werkes Akbulak und die insoweit erfolgten Abschreibungen als nicht nachvollziehbar rügen, handelt es sich bei der Schließung des Werks um eine unternehmerische Entscheidung, die sich einer gerichtlichen Korrektur entzieht.

(5) Soweit insbesondere die Antragsteller zu 14), 16),17),19), 20), 77) und 78) das Finanzergebnis als nicht nachvollziehbar bemängeln, weil ihnen die Plan- Bilanzen und Plan-Kapitalflussrechnungen vorenthalten würden, so lagen die erforderlichen Unterlagen der sachverständigen Prüferin vor, die diese berücksichtigen konnte. Ein Anspruch auf Vorlage dieser Arbeitsunterlagen besteht nicht.

Die sachverständige Prüferin hat zudem ausgeführt, dass ein höherer Refinanzierungssatz vertretbar gewesene wäre, welches einen wertmindernden Effekt gehabt hätte.

Hinsichtlich des Umfangs der betriebsnotwendigen Liquidität hat die Antragsgegnerin den Bestand der liquiden Mittel anhand von Vergleichsunternehmen plausibilisiert. Die betriebsnotwendige Liquidität entspreche in 2013 einem Verhältnis zu den Umsatzerlösen von 8,4 % mit rückläufiger Tendenz bis auf 6,9 % in der ewigen Rente. Sie hat dargelegt, dass die Ermittlung des Finanzbedarfs entgegen des Einwandes der Antragsteller allein anhand einer Kapitalflussrechnung nicht angezeigt sei, da diese eine reine Nettoveränderung zwischen zwei Stichtagen sei, ohne dass es möglich wäre, festzustellen, wie hoch der Finanzbedarf zwischen den herangezogenen Stichtagen sei. Der Bedarf sei vielmehr anhand einer detaillierten Unternehmensplanung zu ermitteln, welcher auch den Finanzbedarf für Investitions- sowie Finanzierungstätigkeiten berücksichtigen müsse. Die sachverständige Prüferin hat die angenommene Höhe der überschüssigen Liquidität sowie der notwendigen Liquidität für gerechtfertigt erachtet und insoweit nachvollziehbar dargelegt, dass der Finanzmittelbestand vor Beginn der Bausaison für den erforderlichen Lageraufbau sowie weitere saisonale Vorfinanzierungen benötigt werde.

Soweit die Antragsteller zu 14), 16),17),19),20),77) und 78) auf einen niedrigeren Liquiditätsbedarf vor dem Eintritt der Antragsgegnerin abstellen, vermag auch dieser Einwand nicht zu überzeugen. Die Antragsgegnerin ist bereits im Jahr 2001 in die Gesellschaft eingetreten, so dass dieser lange zurückliegende Zeitpunkt keinen ausreichenden Bezug mehr zum Bewertungsstichtag aufweist und zwischenzeitlich geänderte Umstände nicht berücksichtigt würden.

(6) Schließlich ist auch die Ableitung des Ergebnisses vor Zinsen und Ertragssteuern (EBIT) für den Zeitraum der ewigen Rente ist nicht zu beanstanden.

Dies gilt insbesondere für die Ableitung der Umsatzerlöse aus einer durchschnittlich erreichbaren EBITDA-Marge in Höhe von 18,3 % auf den um die Wachstumsrate

von 1 % fortgeschriebenen Umsatz ab 2018. Die EBITDA-Marge des letzten Planjahres 2017 lag dabei mit 18,9 % nur leicht oberhalb des für die ewige Rente gewählten Ansatzes.

Gegen die Berücksichtigung konjunktureller Zyklen bei der Ableitung des zu kapitalisierenden Ergebnisses für die ewige Rente, wie dies anhand einer Durchschnittsbildung aus Vergangenheits- und prognostizierten Werten erfolgen kann, bestehen keine Bedenken (vgl. hierzu Senat, Beschluss vom 26.01.2017 - 21 W 75/15, juris Rn. 59; OLG Frankfurt, Beschluss vom 20.12.2010 - 5 W 51/09, juris Rn. 34; OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 - 31 Wx 88/06, juris Rn. 23).

Die sachverständige Prüferin hat die Zyklizität des Zement- und Betongeschäft bestätigt. Dieses weise insbesondere eine große Abhängigkeit zur ebenfalls zyklischen Bauwirtschaft auf, welche wiederum im Wesentlichen von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung abhängig sei. Sie hat den gewählten Zeitraum für die Durchschnittsbildung mit den EBITDA-Margen der Planjahre 2013 bis 2017 als repräsentativ erachtet, um eine Fortschreibung aus dem aktuellen Zyklus zutreffend abzubilden. Es besteht daher jedenfalls bei Unternehmen, die wie die Dyckerhoff AG einer zyklischen Entwicklung unterliegen, keine Veranlassung, die Werte des letzten Jahres der Detailplanungsphase in der ewigen Rente einfach fortzuschreiben. Ein solches Vorgehen würde vielmehr in der Regel zu einem verzerrten Unternehmenswert führen.

Soweit u.a. der gemeinsame Vertreter den gewählten Zeitraum als willkürlich erachtet und die Auffassung vertritt, dass dieser keinen Zyklus der Dyckerhoff AG darstelle, so hat die sachverständige Prüferin alternative Zeiträume von 2004 bis 2009 sowie von 2009 bis 2017 betrachtet, welche jeweils zu niedrigeren EBITDA-Margen führen würden. Die Jahre 2007 und 2008 wurden als nicht repräsentativ von der Betrachtung ausgenommen, da die dort festgestellten hohen EBITDA-Margen auf marktseitige Sondereffekte in Osteuropa zurückzuführen waren. Dies ist nicht zu beanstanden.

Auch der Ansatz einer nachhaltigen Reinvestitionsrate in Höhe von 120 Millionen € zur Überführung des nachhaltigen EBIDTA in ein nachhaltiges EBIT ist nicht zu beanstanden. Die Höhe der nachhaltigen Investitionen wurde dabei unter Berücksichtigung der historischen sowie planerisch unterstellten Investitionstätigkeit der Dyckerhoff im Zeitraum von 2007 bis 2017 ermittelt. Dabei war wiederum Grundlage für die Ableitung eine zyklusübergreifende Analyse preisindizierter Erhaltungs-, Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen. Diese Vorgehensweise, die von der sachverständigen Prüferin als sachgerecht bestätigt wurde, ist nicht zu beanstanden. Die sachverständige Prüferin hat die Wahl des Zeitraumes sowie die Berechnungsmethode als plausibel erachtet. Sie hat zudem den relativen Einfluss der nachhaltigen EBITDA- und Reinvestitionsrate auf den Unternehmenswert einer Sensitivitätsanalyse unterzogen und dabei auch Reinvestitionsraten von 110 und 130 Millionen € betrachtet, wobei die sich hieraus ergebenden Abweichungen bei ca. 5 % lagen. Der Sachverständige hat in seinem Gutachten vom 19. Dezember 2018 zudem ein nachhaltiges Investitionsvolumen von 120 Millionen € als plausibel begründbar bestätigt.

Schließlich greift auch der Einwand der Antragsteller, dass die Aufwendungen für bereits geschlossene Versorgungswerke zu Unrecht in der ewigen Rente fortgeschrieben wurden, nicht durch. Denn diese Verpflichtungen laufen auch nach der Schließung der Versorgungswerke noch einen nicht unerheblichen Zeitraum weiter, so dass diese auch im Rahmen der ewigen Rente noch berücksichtigt werden können. Zudem ist die der Planung zugrundeliegende Annahme, dass es auch zukünftig zu vergleichbaren Aufwendungen beispielsweise durch andere Gehaltsbestandteile zur Gewinnung von qualifizierten Mitarbeitern kommen könne, jedenfalls nicht unplausibel.

(7) Hingegen war die Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung zu korrigieren. Soweit diese im Bewertungsgutachten mit 18,8 Millionen € angesetzt wurde, kann dieser Umfang nach den Feststellungen des Sachverständigen , denen sich der Senat anschließt und die er zur Grundlage seiner eigenen Schätzung macht, nicht aufrechterhalten werden. Vielmehr ist die wachstumsbedingte

Thesaurierung in der ewigen Rente in Einklang mit dem gerichtlich bestellten Sachverständigen nur auf 0,9 Mio. € zu veranschlagen.

Dabei ist grundsätzlich der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung nicht zu beanstanden (vgl. Senat, Beschluss vom 17.01.2017 – 21 W 37/12, juris Rn 91, 92; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris Rn 181). Dieser dient regelmäßig dazu, unter Berücksichtigung des nachhaltigen Gewinnwachstums eine nachhaltig konstante Kapitalstruktur zu Marktwerten, d.h. einem konstanten Verschuldungsgrad der Gesellschaft sicherzustellen. Denn auch bei einer nachhaltigen fiktiven Vollausschüttung der finanziellen Überschüsse, d.h. inklusive der Wertbeiträge aus (kapitalwertneutraler) Thesaurierung, unterliegt das im Unternehmen gebundene Kapital inflationsbedingten Wachstumseinflüssen.
Dies folgt bereits daraus, dass einkaufs- und absatzgetriebene Positionen der Preissteigerung folgen und auch der Ersatz von Anlagegütern einer Inflation unterliegt. Entsprechend entwickeln sich die in der Plan-Bilanz ausgewiesenen Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fort. Hieraus resultiert ein Kapitalbedarf, der entweder durch die Aufnahme von Fremd- oder die Generierung von Eigenkapital in Form von Thesaurierungen zu decken ist. Damit das Bewertungsmodell auch in der ewigen Rente konsistent ist, muss der aus dem Wachstum generierte jährliche Kapitalbedarf in einem konstant bleibenden Verhältnis durch die Aufnahme von verzinslichem Fremdkapital einerseits sowie durch die Thesaurierung seitens der Anteilseigener andererseits finanziert werden. Die Höhe der Wachstumsthesaurierung ergibt sich dabei – bei bilanzieller Betrachtung – aus dem Produkt der Wachstumsrate und dem „wirtschaftlichen" Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase, wobei das „wirtschaftliche" Eigenkapital durch Subtraktion der nicht wachsenden Bilanzposten wie etwa den aktiven latenten Steuern oder dem Goodwill von dem buchmäßigen Eigenkapital ermittelt werden kann. Alternativ kann die Höhe der Wachstumsthesaurierung auch – bei zahlungsorientierter Betrachtung – aus dem Saldo der wachstumsbedingten Veränderungen der Bilanzpositionen ermittelt werden. Die Mittel der Wachstumsthesaurierung haben dauerhaft im Unternehmen zu verbleiben und sind für die Erwirtschaftung des Wachstums und damit der Unternehmenswertsteigerung nach dem letzten Planjahr erforderlich.

Ausgangspunkt der Ermittlung der notwendigen wachstumsbedingten Thesaurierung ist mithin der sich aus den Planannahmen ergebende Finanzierungsbedarf in der ewigen Rente, der wiederum durch die wachstumsbedingte Erhöhung der Fremdkapitalmittel und – als Restgröße – durch die Erhöhung des Eigenkapitals in Form der wachstumsbedingten Thesaurierung gedeckt wird.

Im Bewertungsgutachten der Antragsgegnerin ist die Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung durch die Multiplikation der Wachstumsrate mit dem bilanziellen Eigenkapital ermittelt und mit 18,8 Mio. € veranschlagt worden. Dieser vereinfachende Ansatz, der durchaus bereits mehrfach die Billigung der Rechtsprechung in anderen Konstellationen gefunden hat (vgl. Senat, Beschluss vom 17.01.2017 – 21 W 37/12, juris Rn 91, 92; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris Rn 181) und auch nach Angaben des Sachverständigen als sinnvolle Näherung in einer Situation dienen kann, bei der aufgrund der Struktur des Aktivvermögens von einem Wachstum aller Aktivposten mit der Wachstumsrate in der ewigen Rente ausgegangen werden kann, ist vorliegend auf der Grundlage der übrigen Planannahmen des Übertragungsgutachtens hingegen nicht sachgerecht. Dies hat der Sachverständige überzeugend nachgewiesen. Denn zum einen ist bei dem Ansatz nicht berücksichtigt worden, dass bestimmte Bilanzposten der Dyckerhoff AG keinen Veränderungen unterliegen. Dies gilt etwa für den Buchwert des Goodwills oder das Finanzanlagevermögen, das in der ewigen Rente keinen investitionsbedingten Erhöhungen unterliegt. Insbesondere wird aber von der Antragsgegnerin im Bewertungsgutachten unterstellt, dass die Höhe der nachhaltigen Abschreibungen der Höhe der nachhaltigen Investitionen entsprechen und jeweils 120 Mio. € ausmachen. Wenn dies aber der Fall sein sollte, käme für die wertmäßig bedeutsame Bilanzposition des Sachanlagevermögens, die etwa 2/3 der Bilanzsumme der Dyckerhoff AG ausmacht, eine zusätzliche wachstumsbedingte Thesaurierung nicht mehr in Betracht. Denn die unterstellte Identität von Investitionen und Abschreibungen in der Phase der ewigen Rente bedingt eine Konstanz des Anlagevermögens im Zeitablauf, die folglich keinen weiteren nachhaltigen Kapitalbedarf nach sich zieht, der durch eine Finanzierung

zu decken wäre. Mithin wäre insoweit auch keine Wachstumsthesaurierung erforderlich.

Indem die Antragsgegnerin ihrer Planung für die ewige Rente bereits die Gleichstellung von nachhaltigen Abschreibungen und Reinvestitionen zugrunde gelegt hat, hat sie damit zum Ausdruck gebracht, dass hinsichtlich des Sachanlagevermögens kein zusätzlicher Kapitalbedarf mehr besteht.

Aufgrund von dieser – insoweit widersprüchlichen – Annahme hat der Sachverständige den Gesamtfinanzierungsbedarf und daraus abgeleitet den Finanzierungsbedarf durch Eigenkapital im Rahmen seiner gutachterlichen Stellungnahme seinerseits konkret berechnet und den letztgenannten als wachstumsbedingte Thesaurierungen mit 0,9 Millionen Euro beziffert.

Hierzu hat er zunächst die von der Antragsgegnerin ihrer Planung zugrunde gelegte Höhe der nachhaltigen Investitionen überprüft und mit 120 Mio. € als angemessene Schätzung eingestuft. Auf der Grundlage der nachhaltigen Investitionen hat der Sachverständige im Anschluss die Höhe der nachhaltigen Abschreibungen ermittelt und unter Berücksichtigung eines Investitionsüberhangs in den Jahren vor dem Bewertungsstichtag die nachhaltigen Abschreibungen auf 116,2 Mio. € geschätzt, wobei sich der Betrag aus der Summe von nachhaltigen Abschreibungen zu Beginn des Terminal Value in Höhe von 108,5 Mio. € und annuitätischen Mehrabschreibungen von 7,7 Mio. € ergibt. Hieraus hat der Sachverständige einen jährlichen Finanzierungsbedarf für das Sachanlagevermögen in Höhe von ca. 3,8 Mio. € abgeleitet. Unter Berücksichtigung der keinen Veränderungen unterliegenden Bilanzpositionen hat der Sachverständige ferner bei einer Wachstumsrate von 1 % für die übrigen Aktiva der Dyckerhoff AG einen jährlichen Finanzbedarf von 6,7 Mio. € ermittelt und hieraus einen Gesamtfinanzierungsbedarf der Gesellschaft zur Finanzierung des einprozentigen Wachstums in der ewigen Rente von 10,4 Mio. € ermittelt. Dieser Gesamtfinanzierungsbedarf wird zunächst durch die einprozentige Erhöhung des Fremdkapitals (ca. 9,5 Mio. €) gedeckt. Mithin verbleibt eine notwendige Deckung durch Eigenkapital und damit eine wachstumsbedingte Thesaurierung in Höhe von 0,9 Mio. €.

Soweit die Antragsgegnerin hiergegen einwendet, dass in diesem Fall eine konstante Bilanzstruktur nicht mehr gewährleistet sei und mithin auch die Verschuldensquote der Gesellschaft gemessen in dem Verhältnis von bilanziellem Fremdkapital zu bilanziellem Eigenkapital sich im Zeitablauf ändert, dürfte dies bezogen auf eine rein bilanzielle Betrachtung zutreffend sein. Der Sachverständige hat aber nachvollziehbar dargetan, dass für die notwendige Konstanz der Verschuldungsgrade nicht auf die bilanzielle Verschuldensstruktur sondern auf das Verhältnis der maßgeblichen Marktwerte von Fremd- und Eigenkapital abzustellen sei, wie sich etwa bei der Ermittlung des verschuldeten Betafaktors zeige. Bei der von ihm errechneten wachstumsbedingten Thesaurierung in Höhe von 0,9 Mio. € werde ein konstantes Verhältnis der Marktwerte von Fremd- und Eigenkapital aber gewährleistet. Zudem sei die übliche Fortschreibung der Bilanz unter der Annahme einer Vollausschüttung der Ergebnisse und hierbei insbesondere des Wertbeitrags aus (kapitalwertneutralen) Thesaurierungen kein Abbild der Wirklichkeit, sondern nur eine vereinfachende Darstellung. Er hat daher die Bilanzentwicklung ergänzend durch die den Unternehmenswert nicht ändernde Abbildung in einem „Teilausschüttungsmodell" dargestellt und insoweit die Feststellung getroffen, dass unter den von der Antragsgegnerin getroffenen Annahmen sich der Verschuldungsgrad in der ewigen Rente deutlich vermindern würde. Insoweit ist die von der Antragsgegnerin befürchtete Verschlechterung der bilanziellen Quoten in der ewigen Rente nicht ersichtlich. Schließlich hat er ausgeführt, dass im Hinblick darauf, dass sich im Anlagevermögen Grundstücke befinden, eine rein bilanzielle Betrachtung von Eigenkapitalquoten im Kontext von ertragswertorientierten Bewertungen ohnehin nicht geeignet ist, die Planungsansätze und deren Fortschreibung in der ewigen Rente zu plausibilisieren oder zu falsifizieren. Denn die Unternehmensbewertung sei zahlungsstromorientiert. Aus einem möglicherweise geplanten zahlungsunwirksamen Ergebnis aus einer Neubewertung eines Grundstücks würden indes keine ausschüttungsfähigen Gewinne resultieren. Auch insoweit hat der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme durch einen Vergleich der Berechnungsmodelle nach der Anschaffungskostenmethode und der Neubewertungsmethode nachvollziehbar offengelegt, dass diese zu identischen Ertragswerten führen. Trotzdem würden bei der Anschaffungskostenmethode die Bilanzkennzahlen einen Rückgang der

bilanziellen Eigenkapitalquote zeigen, während bei der Neubewertungsmethode die Eigenkapitalquote ebenso wie die Fremdkapitalquote konstant bliebe. Allein mit einer bilanziellen Betrachtung könne die Erforderlichkeit einer pauschalen wachstumsbedingten Thesaurierung daher nicht begründet werden.

Es handelt sich bei der Frage der Berechnung der wachstumsbedingten Thesaurierung auch entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin nicht um eine Frage des – nur eingeschränkt überprüfbaren - Schätzermessens. Auch wird durch den Sachverständigen nicht etwa eine plausible Annahme durch eine andere plausible Annahme ersetzt. Nach den nachvollziehbaren Berechnungen des Sachverständigen erweist sich die Annahme der Antragsgegnerin einer wachstumsbedingten Thesaurierung in Höhe von 18,8 Mio. € insbesondere vor dem Hintergrund von nachhaltigen Abschreibungen und nachhaltigen Investitionen in gleicher Höhe als inkonsistent und damit nicht mehr plausibel, da die Wachstumsthesaurierung nicht mit dem durch das Wachstum hervorgerufenen Kapitalbedarf in Einklang steht. Da die Antragsgegnerin auf der Ebene der Bilanz- und GuV-Planung unterstellt hat, dass zur dauerhaften Aufrechterhaltung des Sachanlagevermögens kein Kapitalbedarf bestehe, kann auf der Ebene der Wachstumsthesaurierung ein Kapitalbedarf von 18,8 Millionen € nicht festgestellt werden. Soweit der Sachverständige sodann bei seiner eigenen Berechnung von einer Abschreibungshöhe in Höhe von 116,2 Millionen Euro ausgegangen ist, ist diese Korrektur nicht zu beanstanden, da im Hinblick auf den insoweit unplausiblen Ansatz im Bewertungsgutachten eine Neuberechnung veranlasst war.

Die Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung ist daher den Feststellungen des Sachverständigen in seinem Gutachten vom 19. Dezember 2018 folgend lediglich in einer Höhe von 0,9 Millionen € zu berücksichtigen.

(8) Gegen die Annahme der Ausschüttungsquoten in der Detailplanungsphase und der ewigen Rente bestehen wiederum keine Bedenken.

In der Detailplanungsphase orientiert sich die Ausschüttung für das Jahr 2013 an der von der Gesellschaft geplanten Dividende und damit am tatsächlichen

Ausschüttungsverhalten. Dies entspricht einer Ausschüttung in Höhe von 52 %. Für die folgenden Detailplanungsjahre wurde aufgrund der internen Zielvorgaben und Erwartungen eine Dividendenquote von 50 % unterstellt. Dies entspricht den Ausschüttungsquoten der Jahre 2011 und 2012 und daher der Ausschüttungspolitik der Gesellschaft. Beides ist nicht zu beanstanden. Für die ewige Rente wurde eine marktorientierte Ausschüttungsquote von 50 % angenommen, welche im mittleren Bereich der regelmäßig anzunehmenden Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % liegt.

(9) Der Einwand u.a. der Antragsteller zu 32) und 33), die Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern bei der Unternehmensbewertung sei problematisch, greift nicht durch. Es handelt sich hierbei um eine übliche, in der Bewertungspraxis anerkannte und von der oberlandesgerichtlichen Rechtsprechung regelmäßig gebilligte Annahme, die auch den Empfehlungen des IDW (S1 2008, Tz 28-31,43 ff) entspricht (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15.10.2013 - 20 W 3/13, juris Rn. 113).

(10) Vorliegend ist es allerdings neben der Berücksichtigung der typisierten Einkommensteuer auf den Wertbeitrag aus Ausschüttungen und der Veräußerungsgewinnbesteuerung auf die Wertbeiträge aus Thesaurierung angemessen, auch hinsichtlich der inflationsbedingten Wertsteigerungen eine Besteuerung in Höhe der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung von 13,19 % zu berücksichtigen.

Zwar ist die Frage, ob im Rahmen der Schätzung auch die inflationsbedingten Wertsteigerungen der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterliegen sollten, in der Wirtschaftswissenschaft noch nicht völlig unumstritten. In der Rechtsprechung wurde diese Frage soweit ersichtlich bislang noch nicht entschieden (offenlassend: LG Stuttgart, Beschluss vom 07.10.2019 – 31 O 36/16, juris Rn. 289; OLG München Beschluss vom 11.03.2020 – 31 Wx 341/17, juris Rn. 65). Dabei ist es im Ausgangspunkt auch nicht die Aufgabe der Gerichte, in Spruchverfahren wissenschaftliche Streitfragen zu klären.

Der Senat ist aber unter Berücksichtigung der Ausführungen des Sachverständigen und der Veröffentlichungen in der Literatur zur Unternehmensbewertung

der Überzeugung, dass der Ansatz der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung auch auf die inflationsbedingten Wertsteigerungen methodisch zutreffend ist und seine Berücksichtigung daher zu einer sachgerechten Schätzung des Unternehmenswertes der Dyckerhoff AG führt.

Die Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen findet in der Literatur (vgl. Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Auflage 2019, FN 1 zu Rn 17.41; WPH Edition: Bewertung und Transaktionsberatung, 2018, Kap. A Tz. 453; Tschöpel/Wiese/Willershausen, WPg 2010,349,356) und der Bewertungspraxis grundsätzlich Anerkennung, ohne dass ersichtlich wäre, dass die gegen diesen Ansatz vorgebrachten Einwände durchgreifend wären. Insbesondere finden sich in der Literatur keine Stimmen, die den Ansatz als falsch ablehnen würden. Unter weiterer Berücksichtigung der von dem Sachverständigen vorgelegten erweiterten Literaturübersicht sowie der Aufstellung von Bewertungsgutachten verschiedener Bewertungsgesellschaften, die seit 2011 die Besteuerung bei der Bewertung berücksichtigt haben, (S. 49,50 und 52 der ergänzenden Stellungnahme) ist zu konstatieren, dass es sich um eine – jedenfalls mittlerweile – in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte und in der Praxis gebräuchliche Methode handelt. Dem steht der Umstand vereinzelter Kritik an der Vorgehensweise nicht entgegen.

Ausgangspunkt der Überlegungen ist der Umstand, dass auch bei einer nachhaltigen Vollauskehrung der finanziellen Überschüsse (fiktive Vollausschüttung) der Unternehmenswert in der Phase der ewigen Rente jährlich in Höhe der Wachstumsrate ansteigt. Hieran anknüpfend stellen sich diese durch das inflationsbedingte Wachstum induzierten nominellen Unternehmenswertsteigerungen in der ewigen Rente als künftige Veräußerungsgewinne dar. Dies wiederum hat zur Folge, dass diese grundsätzlich den gleichen steuerlichen Belastungen unterliegen, wie thesaurierungsbedingte operative Unternehmenswertsteigerungen.

Soweit sich die Gegenauffassung im Wesentlichen auf die Ausführungen von in einem Verfahren vor dem Landgericht München stützen, ist zunächst festzuhalten, dass dieser im Rahmen seiner Anhörung bekundet hat, dass er die

andere Meinung „ausdrücklich nicht als falsch" erachte (Protokoll der mündlichen Verhandlung vor dem LG München, Az 5 HK 16585/15, Auszug Bl. 2891 d.A.). Auch kann die Aussage von , dass die Besteuerung der inflationsbedingen Wertsteigerungen im „Nenner" nicht abgebildet wäre, nicht gefolgt werden. Soweit ersichtlich hat diesen Ansatz bislang auch nicht – etwa in eigenen Veröffentlichungen – weiter verteidigt.

Der Senat vermag insoweit auch keine etwaigen Inkonsistenzen zu erkennen. Vielmehr hat der Sachverständige nachvollziehbar dargelegt, dass durch die Umwandlung der Marktrisikoprämie von einer Vor-Steuer in eine Nach-Steuer-Marktrisikoprämie im Rahmen des Tax-CAPM die Kursrendite um den effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz vermindert wird. Da die Marktrisikoprämie aus nominellen Aktienrenditen abgeleitet wird, werden bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes implizit auch die inflationsbedingten Kursveränderungen bzw. (Schein-)Kursgewinne erfasst. Mithin unterliegen inflationsbedingte Kurssteigerungen im Nenner vollumfänglich der persönlichen Einkommensteuer. Erst durch die Berücksichtigung der effektiven Steuerlast auf die inflationsbedingten Kursgewinne wird die Steueräquivalenz zwischen Bewertungsobjekt („Zähler") und Alternativanlage („Nenner) sichergestellt.

Sowohl dieser theoretische, als auch der durch die umfangreichen Berechnungen des Sachverständigen unterlegte Ansatz ist nachvollziehbar begründet.

Etwas anderes ergibt sich auch nicht unter Berücksichtigung des von dem gemeinsamen Vertreter vorgelegten Gutachten von . Soweit eingewendet wird, dass der IDW S.1 i.d.F. 2008 die Besteuerung von inflationsbedingten Wertsteigerungen nicht vorgebe, ist dies zwar zutreffend, steht der Anwendung aber schon deshalb nicht entgegen, weil zum damaligen Zeitpunkt diese Frage sich noch nicht in der Diskussion befunden hat. Entsprechendes gilt, soweit ausgeführt wird, dass sich in der Literatur überwiegend Autoren befänden, die eine Besteuerung inflationärer Wertsteigerungen nicht vornehmen. Eine Ablehnung der Methode wird nicht dargelegt. Ebenso wenig kann aus dem Umstand, dass in – anderen - Bewertungsgutachten die Besteuerung nicht berücksichtigt wurde, geschlossen werden, dass diese nicht berücksichtigt werden darf.

Soweit in dem Gutachten von auf steuerliche Fragen der Bewertung von Personenhandelsgesellschaften eingegangen wird, so ist schon nicht ersichtlich inwieweit diese für die Bewertung einer Aktiengesellschaft relevant sein sollen. Zutreffend ist zwar der Einwand, dass die Wertsteigerungen in der Detailplanungsphase keiner Besteuerung unterworfen werden. Dies stellt aber letztlich keine Inkonsistenz sondern unter Berücksichtigung der Wertrelevanz lediglich eine vertretbare Vereinfachung dar, die im Rahmen der Schätzung nicht zu beanstanden ist.

Nicht maßgeblich ist wiederum - entsprechend der anerkannten Besteuerung der über die Thesaurierung den Aktionären zugerechneten Wertbeiträge - ob tatsächlich eine Veräußerung des Aktieneigentums erfolgt. Die unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens, auf die die Antragsteller verweisen, impliziert nicht eine unendliche Haltedauer der Aktien seitens der Minderheitsaktionäre.

Auch die Auseinandersetzung mit dem Tschöpel/Wiese/Willershausen-Modell unter Ziff. 35 ff des Gutachtens vermag nicht zu überzeugen. Zum einen ergibt sich aus den Berechnungen von schon nicht, dass die Berücksichtigung falsch, allenfalls dass diese in bestimmten Konstellationen nicht notwendig ist. Zum anderen hat der Sachverständige nachvollziehbar dargelegt, dass die These nur dann zutreffe, wenn die steuerlichen Auswirkungen im Zähler und Nenner identisch wären, was zu kurz greife. Für Bewertungszwecke könne nicht angenommen werden, dass sich ein einheitlicher Steuersatz aus Nenner und Zähler herauskürzen lasse. Es sei allenfalls unter sehr restriktiven Bedingungen wie einem Einperiodenfall denkbar, dass sich der Einfluss der persönlichen Besteuerung gerade kompensiere und sich die steuerlichen Belastungen aus Zähler und Nenner herauskürze (S. 68 der ergänzenden Stellungnahme).

Dem Senat ist die Berücksichtigung der Besteuerung auch nicht etwa deshalb verwehrt, weil diese in der ursprünglichen Bewertung keinen Eingang gefunden hatte und zum Bewertungsstichtag möglicherweise noch nicht hinreichend anerkannt und verbreitet war.

Denn die Minderheitsaktionäre können nicht darauf vertrauen, dass die Abfindung im Spruchverfahren nach der vom Hauptaktionär seinem Abfindungsangebot zugrundeliegenden Berechnungsweise ermittelt wird. Sie können verfahrensrechtlich nicht darauf vertrauen, dass nur Einwendungen nachgegangen wird, die sie im Spruchverfahren erhoben haben. Die Auswahl der geeigneten, mit den Gesetzen zu vereinbarende Bewertungsmethode ist Aufgabe des Tatrichters (vgl. BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 34,37). In denjenigen Fällen, in denen das Stichtagsprinzip die Anwendung einer neuen Berechnungsweise nicht vorgibt, ist die Entscheidung über ihre Anwendung dem Tatrichter vorbehalten. Das Bewertungsziel einer dem wahren Wert möglichst nahekommenden Schätzung spricht für die Anwendung einer neuen Berechnungsmethode, wenn sie besser geeignet ist, also eine größere Annäherung an den „wahren" Unternehmenswert verspricht, oder sie Fehler oder Unzulänglichkeiten einer alten Berechnungsweise behebt (BGH, aaO, juris Rn 42).

Da der Senat von der Richtigkeit der Berechnungsweise überzeugt ist und die konsistente Berücksichtigung der Besteuerung im Zähler und im Nenner eine größere Annäherung an den „wahren" Unternehmenswert verspricht, sieht der Senat die Berücksichtigung dieser zwischenzeitlich anerkannten und verbreiteten Berechnungsweise als angemessen an. Da die erforderlichen Berechnungen vorliegen, können diese auch Berücksichtigung finden. Angesichts der auch nach der Einschätzung des Sachverständigen in der Regel nur bei hohen Unternehmenswerten festzustellenden Auswirkung auf den Unternehmenswert dürfte allerdings eine etwaige – nachträgliche – Berechnung in anderen Fällen, in denen diese bei der ursprünglichen Bewertung keinen Eingang gefunden hatte, wiederum nur in Ausnahmefällen erforderlich sein, zumal sich die Nichtberücksichtigung zugunsten und nicht zulasten der Minderheitsaktionäre auswirkt.

Da der Sachverständige vorliegend aber die Neuberechnung des Unternehmenswertes nach den erforderlichen Korrekturen bereits vorgenommen hat und der Ansatz der Besteuerung sachgerecht ist, ist diese der Schätzung des Senats zugrunde zu legen.

Die rein inflationsbedingte Unternehmenswertsteigerung in Höhe von 22,4 Millionen € in der ewigen Rente berechnet sich als Produkt aus der unternehmensspezifischen Wachstumsrate (1 %) und dem Barwert der Netto-Einnahmen zu Beginn des ersten Jahres der ewigen Rente. Unter Berücksichtigung eines effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatzes von 13,1875 % ergibt sich ein zu berücksichtigender Betrag in Höhe von ca. 3 Millionen € (S. 81 Gutachen). Insoweit verkennt der Antragsteller zu 16) in seinem Schriftsatz vom 24.08.2020 die Bezugsgröße. Es handelt sich nicht um die Besteuerung der wachstumsbedingten Thesaurierung sondern um die Besteuerung der infaltionsbedingten Unternehmenswertsteigerungen.

(bb) Die ausgeschütteten Erträge sind mit dem Kapitalisierungszins zu diskontieren. Dieser setzt sich zusammen aus dem quasi risikolosen Basiszins zuzüglich des unternehmensindividuellen Risikozuschlags und abzüglich eines Wachstumsabschlags in der ewigen Rente.

Gegen die ausgehend von den Feststellungen im Bewertungsgutachten und dem Bericht der sachverständigen Prüferin durch den Sachverständigen geringfügig angepassten Kapitalisierungszinssätze in Höhe von 7,32 % bis 7,09 % in der Detailplanungsphase bzw. 6,13 % in der ewigen Rente begegnen keinen durchgreifenden Bedenken. Soweit das Landgericht in seiner Entscheidung auf Bedenken hinsichtlich der Höhe des Kapitalisierungszinssatzes, insbesondere bezüglich der Marktrisikoprämie, hingewiesen hat, vermag der Senat sich diesen nicht anzuschließen.

aaa) Zunächst bestehen gegen die Ableitung des Basiszinssatzes keine Bedenken.

Die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin haben den Basiszins - methodisch bedenkenfrei - auf der Basis eines Durchschnitts über drei Monate anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank abgeleitet. Dabei wurde ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszins von – gerundet – 2,25 % (vor Steuern) ermittelt. Dieses Vorgehen steht in Einklang mit der Rechtsprechung des Senats (vgl. Senat, Beschluss vom 26.01.2017 – 21 W 75/15, juris Rn. 68;

Beschluss vom 2. Mai 2011 - 21 W 3/11, juris Rn. 48) und entspricht dem üblichen Vorgehen in der Praxis (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. April 2017 – 26 W 10/15, juris; Rn. 45; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17, juris Rn. 68 ff.; WP Handb 2008, Teil A S. 106). Dabei ist nach dem Hinweis des Senats vom 11. September 2017 - dem die Antragsteller nicht entgegengetreten sind - nicht erkennbar, dass insoweit zulasten der Antragsteller eine Aufrundung stattgefunden hätte.

bbb) Der Basiszins ist um einen nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzenden Risikozuschlag zu erhöhen.

Der Grund für die Erhöhung eines Basiszinses um einen Risikozuschlag ist darin zu sehen, dass bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentliche Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 159 f.). Bei der Ermittlung des Risikozuschlags anhand des vom Senat in ständiger Rechtsprechung gebilligten Tax CAPM wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen (Überrendite) ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie) mit einem unternehmensspezifischen Faktor, dem sogenannten Betafaktor multipliziert (vgl. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15, juris Rn. 69; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08, juris Rn. 158).

(1) Die Bewertungsgutachterin und ihr folgend die sachverständige Prüferin hat der Berechnung des Risikozuschlags eine Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,5 % zugrunde gelegt. Hierbei handelt es sich um den Mittelwert der Spannbreite von 5,0% bis 6,0 %, welche vom Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) für Bewertungsstichtage ab dem 19.09.2012 empfohlen wird. Hiergegen ist entgegen der Auffassung der Antragsteller und der im angefochtenen Beschluss geäußerten, mittlerweile allerdings aufgegebenen Ansicht des Landgerichts nichts zu erinnern.

Bei der Marktrisikoprämie handelt es sich um eine mit hohen Unsicherheiten behaftete Größe, die keiner endgültigen Klärung zugeführt werden kann. Vielmehr ist die Prämie im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Hierzu ist es sachgerecht, sich an den Verlautbarungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer zu orientieren, wonach eine Risikoprämie von 5,5 % bis 7,00 % vor Einkommenssteuer und von 5,00 % bis 6,00 % nach Einkommenssteuer für den Bewertungsstichtag sachgerecht ist. Folglich begegnet der im Übertragungsbericht herangezogene Mittelwert von 5,5 % nach Steuern keinen Bedenken. Der Wert hat bereits mehrfach die Billigung der Rechtsprechung gefunden (vgl. z.B. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2017 - 21 W 75/15, juris Rn. 71 ff.; Beschluss vom 28.11.2019 - 21 W 20/16, nicht veröffentlicht; OLG Düsseldorf AG 2018, 679; kritisch demgegenüber vormals OLG München AG 2018, 753). Auch unter Berücksichtigung der aktuellen Kritik der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters besteht weiterhin keine Veranlassung von der bisherigen Rechtsprechung des Senats abzuweichen.

Zu ermitteln ist die marktdurchschnittliche, von Investoren geforderte Überrendite von Aktienanlagen gegenüber der Rendite risikofreier Wertpapiere. Der Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB) kam aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie basierend auf Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen zu dem Ergebnis, dass es sachgerecht ist, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie ab September 2012 und damit für den hier relevanten Zeitraum an einer Bandbreite der Marktrisikoprämie nach persönlichen Einkommenssteuern von 5 % bis 6 % zu orientieren (vgl. FN – IDW 2012, S. 568 f.).

Zur Begründung für die Erhöhung verweist der FAUB zunächst auf Marktbeobachtungen, wonach trotz eines deutlichen Absinkens des risikolosen Zinses das Kursgewinnverhältnis keiner signifikanten Änderung unterlegen habe, sondern weiterhin bei einer mit „Normalzeiten" vergleichbaren Bandbreite von 10 bis 20 liege. Wäre hingegen die Marktrisikoprämie konstant, führe dies ceteris paribus zu einer rückläufigen Kapitalmarktrendite und damit auch – effiziente Kapitalmärkte unterstellt – zu einem steigenden Kursgewinnverhältnis, da die

Gewinne sich nicht verändern würden, die Unternehmenswerte bzw. die sie widerspiegelnden Kurse hingegen aufgrund des geringeren Kapitalisierungszinses steigen würden. Für einen Anstieg der Marktrisikoprämie spreche ebenfalls, dass empirisch sich ein Absinken der Realrendite langfristig nicht feststellen lasse. Wenn aber die Realrenditen langfristig nicht sinken, führe dies dazu, dass bei den gegebenen niedrigen Basiszinssätzen, die teils mit einer negativen Realverzinsung deutscher Staatsanleihen einhergingen, von einer zumindest leicht gestiegenen Marktrisikoprämie auszugehen sei. Der vermutete Anstieg der Marktrisikoprämie werde zusätzlich durch Schätzungen der Marktrisikoprämie auf Basis zukunftsorientierter Daten gestützt. Bei diesem Ansatz werde ausgehend von der aktuellen Marktkapitalisierung und den von Finanzanalysten für die Folgejahre prognostizierten Ergebnis- und Dividendenschätzungen ein impliziter Eigenkapitalkostensatz ermittelt. Seit Beginn der Finanz- und Schuldenkrise im Jahr 2008 sei auch infolge eines niedrigeren risikolosen Zinsniveaus ein deutlicher Anstieg der impliziten Marktrisikoprämie auf über 5 % bis 8 % zu verzeichnen. Zugleich stünden Entwicklungen, die eher für eine niedrigere Marktrisikoprämie im Zeitablauf sprächen, wie etwa steigende Diversifizierungsmöglichkeiten oder eine im Zeitablauf gestiegene Risikotoleranz aufgrund eines höheren durchschnittlichen Vermögens, eine vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise wachsende Unsicherheit und eine erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer gegenüber, die wiederum für eine höhere Marktrisikoprämie sprächen (vgl. Wagner u.a., WPg 2013, 948 ff.; vgl. auch Castadello u.a., WPg 2018, 806 ff.).

Allerdings ist die Empfehlung des FAUB auf teilweise deutliche Kritik in der Rechtsprechung gestoßen (befürwortend hingegen etwa LG Stuttgart, Beschluss vom 17.09.2018 – 31 O 1/15, juris Rn. 476 ff.). So stand z.B. das Landgericht Frankfurt am Main – wie auch im angefochtenen Beschluss zum Ausdruck gebracht – einer Erhöhung der Marktrisikoprämie infolge der Finanzkrise kritisch gegenüber, da dies teilweise im Widerspruch zu dem Ansatz einer über lange Zeiträume konstanten Marktrisikoprämie stehe. Insbesondere ein vergleichsweiser kurzer Abschwung sei in dem langfristigen Konzept der Marktrisikoprämie bereits eingepreist, da auch die Studie von Stehle, auf der weiterhin die Empfehlung des

FAUB aufbaue, mehrere volkswirtschaftliche Zyklen umfasse (vgl. LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 25. November 2014 – 5 O 43/13, juris Rn. 72). Das Landgericht Hamburg wiederum äußert die Vermutung, aufgrund des geringen Basiszinses sei damit zu rechnen, dass die Anleger eher zu Kompromissen bei der Übernahme eines erhöhten Risikos bereit seien, um sich eine Mindestverzinsung zu sichern (vgl. LG Hamburg, Beschluss vom 29.06.2015 – 412 HKO 178/12, juris Rn 105). Entsprechend sei die Auffassung des FAUB nicht nachvollziehbar, dass mit den niedrigen Zinssätzen für sichere Anlagen eine höhere Marktrisikoprämie einhergehen müsse. Stattdessen stelle sich der Zusammenhang eher umgekehrt dar (vgl. zusammenfassend auch Hachmeister/Hufnagel, DB 2015, 2521). Teilweise wird der Empfehlung des FAUB zwar gefolgt, angesichts der geäußerten Kritik allerdings eine Marktrisikoprämie gewählt, die an der unteren Grenze der empfohlenen Bandbreite angesiedelt ist (vgl. OLG München WM 2019, 2104, 2113).

Den Kritikern der Empfehlung des FAUB ist zuzugeben, dass die Anpassung der Marktrisikoprämie an die besonderen Verhältnisse der Finanz- und Schuldenkrise tatsächlich in einem gewissen Widerspruch zu der theoretischen Ableitung der Marktrisikoprämie aus historischen Werten steht. Denn bei der Verwendung der historischen Daten zur Ermittlung der zukünftigen Marktrisikoprämie wird grundsätzlich unterstellt, dass die Prämie im Zeitablauf konstant ist und die historisch realisierten Renditen des Marktportfolios die aktuellen Erwartungen der Investoren bezüglich der künftigen Marktrisikoprämie reflektieren. Aufgrund dieser fehlenden Konsistenz der theoretischen Fundierung mit der angepassten Empfehlung wird teilweise eine völlige Abkehr von der Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand historischer Daten gefordert und stattdessen eine umfassende Hinwendung zu der Ermittlung der Marktrisikoprämie anhand von impliziten, am Kapitalmarkt beobachtbarer Kapitalkosten befürwortet (vgl. Bassemir/Gebhardt/Ruffing, WPg 2012, 882, 886). Dass der FAUB und mit ihm vermutlich die Mehrheit der Experten diesen Weg nicht beschreiten, sondern stattdessen eine mehr oder weniger gut nachvollziehbare Anpassung der Bandbreite der Marktrisikoprämie fordern, macht das Konzept angreifbar. Dies gilt nicht zuletzt auch vor dem Hintergrund, dass die vorgenommene Anpassung sich vornehmlich als Resultat einer wertenden Betrachtung unterschiedlicher

Erwägungen und Erhebungen darstellt, statt als Ergebnis einer bestimmten Studie zur Höhe der Marktrisikoprämie (vgl. zu den Erwägungen vornehmlich Wagner u.a., WPg 2013, 948 ff.).

Gleichwohl weisen jüngere empirische Untersuchungen anhand verschiedener methodischer Ansätze, nämlich der Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen, der Betrachtung langfristiger realer Aktienrenditen, die Verwendung von ex ante Analysen impliziter Kapitalkosten sowie eine modelltheoretische Analyse ohne risikofreie Kapitalkosten auf eine verglichen mit früheren Ansätzen infolge der Finanzkrise gestiegene Marktrisikoprämie hin (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, 806 ff.). Dies spricht für die Plausibilität der vom FAUB erhöhten Bandbreite empfohlener Marktrisikoprämien für Bewertungsstichtage ab Oktober 2012.

Die mit der geänderten Bandbreite zum Ausdruck kommende, abwägende und veränderten Konzepten gegenüber eher zurückhaltende Herangehensweise, die auch von Vertretern des FAUB in dieser Form eingeräumt wird (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, 806 ff.), ist gerade für die Zwecke einer praktischen Unternehmensbewertung ein jedenfalls vertretbarer und damit für die gerichtliche Überprüfung hinreichend geeigneter Weg, den geänderten Rahmendaten und den hieraus resultierenden empirischen Beobachtungen Rechnung zu tragen. Insbesondere ist nicht ersichtlich, dass die Nichtbeachtung der stichtagsaktuellen Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie im Rahmen objektivierter Unternehmensbewertungen zu „richtigeren" Unternehmenswerten führen würde (vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30.04.2018 – 26 W 4/16, juris Rn. 43 ff.). Ist aber die stichtagsbezogene Bandbreite des FAUB als geeigneter Rahmen für die Ableitung der Marktrisikoprämie anzusehen, ist gegen die hier vorgenommene Heranziehung des Mittelwertes der empfohlenen Bandbreite nichts einzuwenden.

Soweit sich der Antragsteller zu 16) auf eine der beiden Entscheidungen des Kartellsenats des Bundesgerichtshofs vom 7. September 2019 (EnVR 41/18, EnVR 52/18, jeweils juris) stützt, in denen der Bundesgerichtshof eine Marktrisikoprämie

in Höhe von 4,55 % für den Regulierungsbereich gebilligt hat, ist das Argument bereits deshalb nicht überzeugend, weil – wie auch die Antragsteller konstatieren müssen – die Schätzung der Marktrisikoprämie im Regulierungsbereich nicht zwingend identisch zu sein braucht mit der Schätzung der Marktrisikoprämie im hier allein relevanten Feld der verobjektivierten Unternehmensbewertung. So kann es sinnvoll sein, die Marktrisikoprämie in verschiedenen Anwendungsbereichen auf unterschiedliche Weise zu schätzen, so dass als Folge auch die ermittelten Werte differieren können. Dies gilt insbesondere, sofern ebenfalls die Ermittlung des zugrundeliegenden Basiszinses unterschiedlich erfolgt. Darüber hinaus hat der Bundesgerichtshof in den zitierten Entscheidungen den Empfehlungen des FAUB auch „keine klare Absage" erteilt, sondern nur ausgeführt, dass es sich bei diesen Empfehlungen um eine alternativ in Betracht kommende Berechnungsmethode handele, die lediglich derjenigen von der Bundesnetzagentur nicht klar überlegen ist (vgl. BGH, Beschluss vom 7. September 2019 - EnVR 41/18, juris Rn. 55). Entsprechend fußen die Entscheidungen des Bundesgerichtshofs maßgeblich auf der Überlegung, dass der Bundesnetzagentur ein Beurteilungsspielraum bei der von ihr durchgeführten Ermittlung der Marktrisikoprämie zusteht und sie diesen Spielraum nicht überschritten hat. Es besteht aber im Rahmen der eigenen Schätzung des Senats keine Veranlassung, einen vertretbaren Ansatz zur Ermittlung der Marktrisikoprämie durch einen anderen, ebenfalls nur vertretbaren Ansatz der Bundesnetzagentur zu ersetzen, zumal die Ermittlung der Marktrisikoprämie in den Bereich des tatrichterlichen Schätzermessens fällt (vgl. OLG München, Beschluss vom 6. August 2019, juris Rn. 63; Beschluss vom 26. Juni 2018 - 31 Wx 382/15, juris Rn. 112).

Auch die Kritik des gemeinsamen Vertreters hinsichtlich der - vermeintlich - rechnerisch falschen Nachsteuer-Bandbreite bietet jedenfalls für den vorliegenden Bewertungsfall mit einem Stichtag im Juli 2013 bei einem Basiszins von über 2 % keinen Anlass für eine andere Entscheidung. Soweit der gemeinsame Vertreter insoweit darlegt, dass bei einem Basiszins von 2,25 % und einer Marktrisikoprämie vor Steuer in Höhe von 5,5 % bis 7 % sich lediglich eine Nachsteuer-Bandbreite in Höhe von 4,55 % bis 5,75 % bei einem Mittelwert von 5,15 % ergeben würde, mag dies rechnerisch richtig sein. Aber auch daraus ergibt sich letztlich ebenso wie aus

dem in dem von dem gemeinsamen Vertreter zitierten Verfahren des OLG München (31 Wx 185/17), in welchem Nachsteuerwerte in einer Bandbreite in Höhe von 4,45 % bis 5,87 % ermittelte wurden, lediglich, dass die Ableitung der Nachsteuer-Marktrisikoprämie von unterschiedlichen Faktoren wie der Ausschüttungsquote abhängig ist und insoweit variieren kann. Insoweit kann auch im Rahmen einer allgemein gültigen Empfehlung nur eine Bandbreite angegeben werden. Beide Beispiele zeigen, dass die vom FAUB angegebene Bandbreite von 5 % bis 6 % - wenn auch in den dortigen Beispielen leicht aufgerundet – umfasst wird. Insoweit wird auch im Rahmen der Schätzung nicht etwa jeweils ein konkreter Mittelwert der Marktrisikoprämie berechnet, sondern auf die von dem FAUB als sachverständiges Gremium vorgeschlagene Bandbreite zurückgegriffen. Dass diese Empfehlung insgesamt unplausibel ist, vermögen auch die Berechnungsbeispiele des gemeinsamen Vertreters nicht zu belegen.

(2) Die Marktrisikoprämie ist im Hinblick auf die spezielle Risikostruktur des jeweils zu bewertenden Unternehmens zu modifizieren. Das unternehmensindividuelle und branchenspezifische Risiko wird im CAPM sowie im Tax – CAPM durch den sogenannten Betafaktor ausgedrückt. Der Betafaktor ist ein Maß für das Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktrisiko. Ein Betafaktor größer eins bedeutet, dass der Börsenkurs des betrachteten Unternehmens im Durchschnitt überproportional auf Schwankungen des Marktes reagiert, ein Betafaktor kleiner eins, dass der Börsenkurs sich im Durchschnitt unterproportional verändert.

Grundlage für die Schätzung des Betafaktors ist in erster Linie der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst. Ersatzweise können die Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder ausnahmsweise auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein (vgl. Senat, Beschluss vom 30.08.2012 – 21 W 14/11, juris Rn. 72; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. 03.010 – 20 W 9/08 -, juris Rn. 163).

Im Übertragungsbericht ist – von der sachverständigen Prüferin gebilligt und von dem Sachverständigen in seinem Gutachten bestätigt – auf der Basis einer Peer

Group ein um das Finanzierungsrisiko bereinigter unlevered Betafaktor von 0,82 angesetzt worden. Hieraus ergeben sich nach dem Gutachten des Sachverständigen unter Berücksichtigung der geänderten Höhe der wachstumsbedingten Thesaurierung sowie der Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen in der ewigen Rente ein an die Finanzierungsstruktur der Dyckerhoff AG angepasster relevered Betafaktor in der Detailplanungsphase von zwischen 0,98 und 1,03 und in der ewigen Rente von 0,99.

Gegen die Ermittlung des Betafaktors anhand einer Peer-Group sowie der daraus abgeleiteten Höhe des unverschuldeten Beta-Faktors von 0,82 bestehen keine durchgreifenden Bedenken.

Soweit sich die Antragsteller insbesondere gegen die Nichtberücksichtigung des eigenen Betas der Gesellschaft wenden, hat die sachverständige Prüferin im Rahmen der ergänzenden Stellungnahme dieses zwar in Höhe von 0,2 bzw. 0,29 für die Stammaktie sowie in Höhe von 0,25 bzw. 0,27 für die Vorzugsaktie (bzgl. Nationalem bzw. regionalem Index) ermittelt.

Gegen die Berücksichtigung des eigenen Betas der Dyckerhoff AG spricht vorliegend jedoch zunächst dessen fehlende statistische Signifikanz. Die sachverständige Prüferin hat die statistische Signifikanz unter Berücksichtigung des Bestimmtheitsmaßes R2 berechnet. Sie kommt dabei zu dem Ergebnis, dass allein bei Annahme eines tolerierbaren Risikos in Höhe von 5 % das raw Beta der Vorzugsaktie bei Verwendung des nationalen Aktienindex als signifikant einzustufen sei. Bei Annahme eines Signifikanzniveaus von 1 – 4 % erweisen sich die eigenen Beta-Faktoren jedoch jeweils als nicht statistisch signifikant, welches gegen die Berücksichtigung des eigenen Betas spreche.

Hinzu kommt aus Sicht des Senats insbesondere die nicht ausreichende Liquidität des Marktes der Dyckerhoff-Aktien. Für die Frage der Verwendung des eigenen Betafaktors sind vornehmlich das tatsächliche Handelsvolumen, die Anzahl der Handelstage, der Free Float sowie die Geld-Brief-Spanne (Bid-Ask-Spread) als Indikatoren heranzuziehen, ohne dass es hierfür ein eindeutiges abschließendes

„Messkonzept" gäbe (Senat, Beschluss vom 29. Januar 2016 - 21 W 70/15, juris Rn. 69; Beschluss vom 26. Januar 2015 - 21 W 26/13, juris Rn. 54; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 138). Dabei ist hinsichtlich der Aussagekraft der Geld-Brief-Spanne maßgeblich, dass je niedriger die Spanne, desto einheitlicher ist die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Wertes eines Wertpapiers (Dörschell/Franken/Schulte, aaO; Creutzmann, „Liquiditätskennzahlen bei der Analyse von Betafaktoren, BewPraktiker 2012,56,57). Hier lag der durchschnittliche Bid-Ask-Spread im betrachteten Zeitraum bei ca. 5,9 % für die Stammaktie und ca. 2,7 % für die Vorzugsaktie. Insgesamt wies die Aktie in den zwei Jahren vor der Hauptversammlung zudem im Vergleich zur Peer-Group nur ein geringes Handelsvolumen auf.

Unter Berücksichtigung dieser Feststellungen ist die Nichtheranziehung des eigenen Betas nicht zu beanstanden. Unabhängig davon, dass es keine festen Werte hinsichtlich der einzelnen Indikatoren gibt, bestehen bei einer deutlich über 2 % liegenden Geld-Brief-Spanne erhebliche Bedenken an der Verwendung des eigenen Beta-Faktors (vgl. hierzu Senat, 21 W 70/15, aaO, Bid-Ask-Spread 2,37 %; Senat 21 W 26/13, aaO, Bid-Ask-Spread 1,88 %; LG Stuttgart, NZG 2013,342, Bid-Ask-Spread 1,7 %), so dass vorliegend den Ausführungen der sachverständigen Prüferin folgend eine Heranziehung des eigenen Betas der Dyckerhoff AG ausscheidet.

Für die Bestimmung des Beta-Faktors war daher zutreffend auf eine Peer-Group abzustellen. Die Auswahl der Peer-Group wurde umfassend begründet und die Vorgehensweise von der sachverständigen Prüferin überprüft, nachvollzogen, teilweise ergänzt und im Ergebnis bestätigt. Hierbei hat die sachverständige Prüferin noch weitere Unternehmen in die Betrachtung mit einbezogen, alternativ andere Zeiträume sowie andere Indizes betrachtet und den im Übertragungsbericht ermittelten Beta-Faktor als insgesamt angemessen bestätigt. Mit Blick auf die vorgenommene Auswahl der Peer Group ist festzuhalten, dass die Beurteilung der Vergleichbarkeit der ausgewählten Unternehmen nie mit wissenschaftlicher Eindeutigkeit vorgenommen werden und daher stets Anlass zu Diskussionen und

unterschiedlichen Einschätzungen bieten kann. Dabei bestehen insbesondere gegen die Berücksichtigung ausländischer Unternehmen bei einem international tätigen Unternehmen keine Bedenken (vgl. Senat, Beschluss vom 5. März 2012 – 21 W 11/11, juris Rn. 74; OLG Celle, ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009 – 26 W 5/07, juris Rn. 120).

Soweit die sachverständige Prüferin unter Berücksichtigung verschiedener Indizes (national/regional) sowie unterschiedlicher Beobachtungszeiträume (2 Jahre wöchentlich/5 Jahre monatlich) teilweise auch zu niedrigeren Beta-Faktoren, so insbesondere bei einem 2-jährigen Betrachtungszeitraum (0,63 bzw. 0,73 als Mittelwert) gelangt ist, bleibt der im Rahmen einer Gesamtschau als Mittelwert aus der Bandbreite der verschiedenen Beta-Faktoren der Schätzung zugrunde zu legende unverschuldete Betafaktor in Höhe von 0,82 angemessen. Insbesondere ist der Einschätzung der sachverständigen Prüferin zu folgen, dass die Verwendung eines regionalen Index aufgrund der internationalen Ausrichtung von Dyckerhoff sowie der Peer-Group-Unternehmen weniger vorzugswürdig ist. Auch kann der 5-Jahres Zeitraum das in hohem Maße von konjunkturellen Zyklen abhängige Risiko von Dyckerhoff besser abbilden, als eine – zeitnähere – Zweijahresbetrachtung.

Soweit die Antragsteller demgegenüber auf einen Vergleich mit dem unverschuldeten Beta der Antragsgegnerin in Höhe von 0,77 abstellen, welches einen höheren Wert bei der Dyckerhoff AG als unplausibel erscheinen lasse, erweist sich der Unterschied zu dem für die Dyckerhoff AG festgestellten Beta-Faktor von 0,82 bereits nicht als besonders hoch. Das eigene Beta der Mehrheitsaktionärin ist zudem nicht ohne weiteres auf die zu bewertende Gesellschaft zu übertragen, selbst nicht bei Unternehmen, die über einen Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag miteinander verbunden sind. Schließlich ergibt sich aus den von dem Antragsteller zu 47) vorgelegten Unterlagen bei Betrachtung eines 5-Jahres-Zeitraum auch für die Antragsgegnerin ein Beta-Faktor von 0,84. Unabhängig davon, ob ein Vergleich überhaupt anzustellen wäre, vermag dies die Heranziehung eines anderen Wertes für die eigene Schätzung des Senats jedenfalls nicht zu begründen.

Dabei ist auch zu berücksichtigen, dass es sich trotz aller mathematisch im Einzelnen nachvollziehbaren Analysen letztlich um einen zu schätzenden und nicht eindeutig bestimmbaren Wert handelt. Denn der Betafaktor wird – ebenso wie die Marktrisikoprämie – zwar anhand von historischen Börsenkursen ermittelt. Am Ende dient er aber der Abbildung des unternehmensspezifischen Risikos der Gesellschaft in der Zukunft. Entsprechend liegt ihm die Annahme zugrunde, das Risiko werde sich in der Zukunft nicht signifikant ändern. Schon diese Annahme macht deutlich, dass es sich nicht um einen zweifelsfrei aus gewonnenen Beobachtungen deduzierbaren Wert handelt. Hinzu kommt, dass – wie auch die sachverständige Prüferin dargelegt hat – es nicht nur einen einzigen Betafaktor gibt, sondern die ermittelten Werte abhängig sind von dem untersuchten Zeitraum, den herangezogenen Intervallen, der Auswahl des Marktindexes oder der gewählten Vergleichsunternehmen (Senat, Beschluss vom 20.07.2016 - 21 W 21/14, juris Rn. 106/107).

ccc) Schließlich bestehen gegen die Annahme eines Wachstumsabschlags in Höhe von 1 % keine Bedenken. Da es sich um einen Wert handelt, der auf die Prognose der Erträge der Gesellschaft in der ewigen Rente abzielt (vgl. auch Ruiz de Vargas, in Bürgers/Körber, Aktiengesetz, 3. Aufl., Anh § 305 Rn 48), ist dieser wie die Ertragswerte entsprechend nur auf Widerspruchsfreiheit und Plausibilität zu überprüfen ist. Der Ansatz des Wachstumsabschlags unterliegt daher ebenfalls nur einer relativ geringen Kontrolldichte (vgl. Senat, Beschluss vom 18. Dezember 2014 - 21 W 34/12, juris Rn. 104; Beschluss vom 30. August 2012 - 21 W 14/11, juris Rn. 104; Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12, juris Rn. 109).

Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2017/2018, abgeleitet worden sind (vgl. WP-Handbuch 2008, S. 74). Dabei bildet der Wachstumsabschlag nur das inflations- bzw. preisbedingte Wachstum der finanziellen Überschüsse in der ewigen Rente ab. Maßgeblich ist die unternehmensspezifische Inflationsrate (vgl. Ergänzendes Sachverständigengutachten in Fleischer/Hüttemann, Rechts-

handbuch Unternehmensbewertung, 2019, Rz. 12.126). Danach hängt der Abschlag vom Kapitalisierungszins davon ab, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, juris Rn. 189). Insoweit kommt es nicht auf die Preiserhöhung eines durchschnittlichen Warenkorbes an, wie sie von der Inflationsrate angegeben wird, sondern auf die Preiserhöhungen auf den für das jeweilige Unternehmen maßgeblichen Faktormärkten. Zudem handelt es sich um eine zukünftige Größe und damit eine auf Annahmen und unsicheren Erwartungen basierende Prognose unumgänglich ist (vgl. OLG Frankfurt, AG 2010, 798, 801).

Der Wachstumsabschlag wurde im Übertragungsbericht und von der sachverständigen Prüferin mit 1 % angesetzt. Zur Begründung des Wachstumsabschlags in dieser Höhe wird u.a. angeführt, dass nach historischen Veröffentlichungen der Bundesbank Jahresüberschüsse der deutschen Bauindustrie in der Vergangenheit im Vergleich zur allgemeinen wirtschaftlichen Entwicklung im langfristigen Branchen- und Industrievergleich sich unterdurchschnittlich entwickelt hatte. Zudem sei der Markt wettbewerbsintensiv, was die Aussicht auf ein langfristig überdurchschnittliches Wachstum begrenze. Die sachverständige Prüferin hat hierzu ergänzend ausgeführt, dass die Dyckerhoff AG zunehmend in reifen Märkten tätig sein werde, da insbesondere auch im Geschäftsbereich Osteuropa angesichts des Markteintrittes neuer Wettbewerber bereits zum Ende der Planungsphase ein Zustand erreicht werde, welcher nur noch eine begrenzte Möglichkeit für die Durchsetzung von Preissteigerungen aufweise.

Eine fehlende Plausibilität oder gar Widersprüchlichkeit ist danach nicht ersichtlich, weswegen sich der veranschlagte Wert von 1 % als geeignete Schätzgrundlage erweist.

Gegen die Höhe des Wachstumsabschlags werden von den Antragstellern im Wesentlichen nur die regelmäßigen Einwände, dass dieser unter der Inflationsrate liege, geltend gemacht, ohne dass diese durchgreifend wären (vgl. Senat,

Beschluss vom 30 August 2012 - 21 W 14/11, juris Rn. 109 ff; Beschluss vom 26.01.2017 – 21 W 75/15, juris Rn. 83). Auch wenn der Wachstumsabschlag möglicherweise am unteren Rand liegen würde, kann er gleichwohl insgesamt als plausibel angesehen werden.

cc) Schließlich ist auch der Ansatz des nicht betriebsnotwendigen Vermögens in Höhe von 61,1 Millionen € nicht zu beanstanden. Soweit die Antragsteller rügen, dass die Ausführungen in dem Bewertungsgutachten und Prüfbericht nicht sehr ausführlich seien, hat die sachverständige Prüferin die angesetzten Werte aufgrund eigener Analyse als angemessen nachvollzogen. Bei dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen handelt es sich überwiegend um landwirtschaftlich genutzte Teilflächen der Werke sowie Grundstücke aus stillgelegten Werken in den verschiedenen Ländern, für die keine externen Gutachten mit aktuellen Verkehrswerten vorlagen. Die Werte wurden anhand der Buchwerte zum 31.12.2012 (55,3 Millionen Euro) sowie der aktuell geschätzten Marktwerte in Höhe von 77,2 Millionen Euro auf einen unter Berücksichtigung von Steuer- und Minderheiteneffekten bereinigten Zeitwert in Höhe von 61,1 Millionen Euro geschätzt. Die Antragsgegnerin hat ergänzend die Marktwerte der zehn größten nicht betriebsnotwendigen Grundstücke und Immobilien angeführt, welche einen Gesamtwert in Höhe von ca. 28,5 Millionen Euro umfassen. Insgesamt fallen über 300 Vermögensgegenstände in das nicht betriebsnotwendige Vermögen. Angesichts dieser großen Anzahl und der vergleichbar geringen Werte ist die Einholung einzelner Verkehrswertgutachten, wie von dem Antragsteller zu 87) beantragt, im Rahmen der Schätzung nicht geboten, da die insoweit entstehenden Kosten und der zeitliche Aufwand in keinem angemessenen Verhältnis zu dem zu erwartenden Erkenntnisgewinn stehen.

dd) Die vorstehenden Erwägungen lassen sich anhand der nachfolgenden Tabelle nochmals verdeutlichen. Dabei orientiert sich die nachstehende Übersicht an der Notation im Sachverständigengutachten. Hierbei werden die Zahlen bis auf den Barwertfaktor, die Anzahl der Aktien sowie die ermittelte Abfindungshöhe jeweils in Millionen Euro angegeben.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ff
Ergebnis auf Aktionäre entfallend	83,0	120,5	143,6	161,1	164,9	175,8
Thesaurierung zwecks Wachstumsfinanzierung						0,9
Verteilbares Ergebnis	83,0	120,5	143,6	161,1	164,9	174,9
Wertbeitrag aus Ausschüttung	43,3	60,3	71,8	80,5	82,4	87,5
Abgeltungssteuer 26,38%	11,4	15,9	18,9	21,2	21,7	23,1
Wertbeitrag aus Thesaurierung	39,7	60,3	71,8	80,5	82,4	87,5
Effektive Ertragssteuer auf Thesaurierung 13,19 %	5,2	7,9	9,5	10,6	10,9	11,5
Effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung 13,19 %						3,0
Netto-Einnahmen	66,4	96,7	115,2	129,2	132,3	137,4
Barwertfaktor	0,9318	0,8684	0,8095	0,7551	0,7051	11,5019
Barwert	61,8	84,0	93,2	97,6	93,2	1580,0
Ertragswert zum 31.12.2013	2.010					
Ertragswert zum 12.07.2013	2087,9					
Sonderwerte zum 12.07.2013	61,1					
Unternehmenswert zum 12.07.2013	2149					
Aktienzahl	41.265.553					
Wert je Aktie	52,08					

Der Ertragswert zum 31.12.2013 beläuft sich bei einer zugrunde gelegten Ausschüttungsquote von 52 % in der Detailplanungsphase und 50 % in der ewigen Rente auf 2.010 Millionen EUR. Der Ertragswert wird auf den Bewertungsstichtag zum 12. Juli 2013 exponentiell aufgezinst und führt zu einem Ertragswert zum Bewertungsstichtag in Höhe von 2.087,9 Millionen EUR. Hinzu kommen Sonderwerte in einer Gesamthöhe von 61,1 Millionen EUR. Dies führt zu einem Unternehmenswert in Höhe von – gerundet – 2.149 Millionen EUR. Bei 41.265.554 Stückaktien folgt hieraus ein anteiliger Wert von etwa 52,08 €.

ee) Auch eine vergleichende Gesamtbetrachtung bietet keine Veranlassung für eine Korrektur des derart ermittelten, anteiligen Unternehmenswertes.

Die Abfindung liegt zunächst deutlich über dem festgestellten Börsenwert in Höhe von 39,04 € pro Stammaktie und 38,29 € pro Vorzugsaktie. Der Börsenwert liegt unter dem ermittelten Ertragswert, so dass diesem auch als Untergrenze keine Bedeutung für die Bemessung der Höhe der angemessenen Abfindung zukommt. Als alleinige Schätzgrundlage würde sich der Börsenkurs zwar nicht eignen, da dieser nicht ausreichend aussagekräftig ist (vgl. Ausführungen zum Beta-Faktor). Er spricht in einer Gesamtbetrachtung aber jedenfalls nicht für eine weitere Erhöhung der Abfindung.

Auch wenn die im Jahr 2012 durchschnittlich gezahlten Vorerwerbspreise in Höhe von 52,40 € nicht als alleiniger Schätzer herangezogen werden konnten, so liegen sie sehr nahe an dem festgestellten Ergebnis, so dass diese jedenfalls dessen Unplausibilität nicht begründen könnten.

Die sachverständige Prüferin hat zur Plausibilisierung des Bewertungsergebnisses zudem eine Multiplikatoranalyse durchgeführt. Die dabei festgestellten Bandbreiten lagen ganz überwiegend unterhalb des ermittelten Ertragswertes. Auch insoweit besteht jedenfalls kein Hinweis dafür, dass die vom Gericht festgesetzte Abfindung zu niedrig wäre.

d) Die angemessene Abfindung ist dabei einheitlich für die Stamm- und Vorzugsaktien festzusetzen. Eine Differenzierung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien ist, wovon auch das Landgericht mit zutreffender Begründung – auf die ergänzend Bezug genommen wird - ausgegangen ist, vorliegend nicht geboten.

Zwar kann bei Vorliegen verschiedener Aktiengattungen eine unterschiedliche Kompensation der Minderheitsaktionäre geboten sein (vgl. Senat, Beschluss vom 28.03.2014 - 21 W 15/11-, juris Rn. 201; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10.06.2009 – I-26 W 1/07-, juris Rn. 135).

Feste Regeln für die Wertrelation von Aktien existieren dabei jedoch nicht, sondern es ist jeweils der Einzelfall zu betrachten. 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 (OLG Düsseldorf, aaO; OLG München, Beschluss vom 19.10.2006 – 31 WX 92/05, juris Rn. 46; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 10.01.2006 – 12 W 136/04-, juris Rn. 16).

Vorliegend ist mit Blick darauf, dass die Vorzugsaktien lediglich den Bezug einer Vorzugsdividende ermöglichen, ohne dass es in der Vergangenheit zu unterschiedlichen Dividendenausschüttungen hinsichtlich der Stamm- und

Vorzugsaktien gekommen wäre, eine Differenzierung nicht geboten. Die sachverständige Prüferin hat hierzu ausgeführt, dass die Analyse der Kursentwicklung ergeben hätte, dass zwar in der Vergangenheit zeitweise die Stammaktien höher notiert gewesen wären als die Vorzugsaktien, zeitweise dies aber auch umgekehrt gewesen wäre. Dass der Stammaktie im Hinblick auf das mit dieser verbundene Stimmrecht ein messbarer Mehrwert zuzusprechen wäre, kann jedenfalls nicht festgestellt werden.

III.

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

Die Gerichtskosten erster und zweiter Instanz einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Es entspricht schon deswegen nicht der Billigkeit, von der Ausnahmeregelung in § 15 Abs. 1 SpruchG Gebrauch zu machen, weil das Spruchverfahren zu einer Erhöhung der Abfindung geführt hat und die Antragsgegnerin im Beschwerdeverfahren nur geringfügig in einem Umfang von ca. 6 % erfolgreich war.

Aufgrund des Erfolgs des Spruchverfahrens und des nur geringfügigen Obsiegens im Beschwerdeverfahren hat die Antragsgegnerin darüber hinaus den Antragstellern ihre außergerichtlichen Kosten in erster sowie die Hälfte der außergerichtlichen Kosten in der zweiten Instanz zu erstatten, soweit diese zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, § 15 Abs. 2 SpruchG. Anderes gilt nur hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten der beschwerdeführenden Antragsteller im Beschwerdeverfahren, die angesichts ihres eigenen Unterliegens ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben.

2. Die für beide Instanzen einheitliche Festsetzung des Geschäftswertes für die Gerichtskosten ergibt sich aus § 74 GNotKG. Hiernach kommt es auf den Betrag an, der von allen in § 3 SpruchG genannten Aktionären zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag gefordert werden kann. Betroffen von dem Squeeze out und damit antragsberechtigt waren nach den Angaben der

Antragsgegnerin insgesamt 1.385.083 Aktien außenstehender Aktionäre (397.108 Stammaktien und 987.975 Vorzugsaktien). Das Spruchverfahren hat zu einer Erhöhung der Barabfindung um 4,92 € pro Aktie geführt. Dies führt vorliegend zu einem für beide Instanzen einheitlichen Geschäftswert in Höhe von 6.814.608,36 €.

Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen. Die Entscheidung ist daher rechtskräftig.