

- Beglaubigte Abschrift -

Zur Geschäftsstelle gelangt am  
(Erlass): 13.01.2023

21 W 150/21  
3-05 O 77/15 Landgericht Frankfurt  
am Main



## **OBERLANDESGERICHT FRANKFURT AM MAIN**

### **BESCHLUSS**

In dem Spruchstellenverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen  
Minderheitsaktionäre der ADC African Development Corporation AGT



10. Oktober 2021 abgeändert. Die Anträge der Antragsteller auf Erhöhung der Abfindung werden zurückgewiesen.

Die Gerichtskosten erstinstanzlichen Verfahrens und des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre trägt die Antragsgegnerin. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens wird auf 200.000 € festgesetzt.

## **Gründe**

### **I.**

Die Antragsteller waren Aktionäre der ADC African Development Corporation Aktiengesellschaft (im Folgenden ADC), deren Aktien im Freiverkehr der Börsen in Frankfurt, Berlin und Düsseldorf gehandelt wurden. Das Grundkapital der Gesellschaft in Höhe von 9.467.440 € war in 9.467.440 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt, von denen sich am 23. März 2015 457.310 Aktien im Streubesitz befanden. Hauptaktionärin war die Antragsgegnerin.

Die ADC mit Sitz in Frankfurt am Main war im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main eingetragen. Das Geschäftsjahr war das Kalenderjahr, der Gegenstand des Unternehmens bestand u.a. in dem Erwerb, dem Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Unternehmen und Gesellschaften in Afrika, wobei tatsächlich Minderheitsbeteiligungen an Banken der Region Subsahara gehalten wurden. Nach einem Strategiewechsel Anfang 2012 konzentrierte sich die Gesellschaft ausschließlich auf den Erwerb von Anteilen an Banken mit dem Ziel, eine führende panafrikanische Bankengruppe in Subsahara – Afrika aufzubauen. Hierzu hielt die Gesellschaft eine Beteiligung von 37,87 % an der ABC Holdings Limited (im Folgenden BancABC Holding), einer regionalen Bankengruppe, die über Tochtergesellschaften in Botswana (100 % Anteil),

Mosambik (100 % Anteil), Tansania (91,54 % Anteil direkt sowie ferner mittelbar 5,75 % Anteil), Sambia (100 % Anteil) und Simbabwe (100 % Anteil) tätig war, sowie eine mittelbare Beteiligung an der Union Bank of Nigeria Plc (im Folgenden UBN) in Höhe von insgesamt 8,24 %. Schließlich verfügte die Gesellschaft im Private Equity Bereich noch über diverse Beteiligungen, die vor dem Strategiewechsel erworben worden waren.

Am 21. August 2014 erreichte die Antragsgegnerin aufgrund eines öffentlichen Kaufangebots, mit dem Aktien der Antragsgegnerin im impliziten Wert von 10,45 € je Aktie der ADC im Wege des Aktientauschs angeboten wurden, einen Aktienanteil von 95,17 %.

Mit Schreiben vom 8. September 2014 informierte die Antragsgegnerin darüber, dass sie einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre der ADC beabsichtige. Zum Zweck der Durchführung der beabsichtigten unternehmerischen Maßnahme beauftragte die Antragsgegnerin

mit der Ermittlung des Unternehmenswertes der ADC und damit verbunden der Höhe der nach § 327b AktG zu gewährenden Abfindung. Die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, bezüglich deren Ausführungen auf das zu den Akten gereichte Bewertungsgutachten verwiesen wird, ermittelte einen anteiligen Ertragswert von 9,36 € und einen Wert von 0,01 € je Optionsschein auf den Kauf der Aktie. Dem Ertragswert lag ein Basiszins in Höhe von 2 % nach Steuern, eine Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5,5 % und ein mittels einer Peer group ermittelter Betafaktor in Höhe von 1,0 sowie ein Wachstumsabschlag in Höhe von 3,0 zugrunde.

Der umsatzgewichtete Börsenkurs drei Monate vor der öffentlichen Bekanntgabe der Maßnahme am 8. September 2014 belief sich auf 9,04 €. Da dem Börsenkurs keine Aussagekraft beigemessen wurde, wurde eine Abfindung in Höhe des anteiligen Ertragswertes vorgeschlagen, die man aufgrund eines Nachtragsberichts wegen einer Ermäßigung des Basiszinses auf gerundet 1,75 % auf 9,72 € und auf 0,02 € je Optionsschein erhöhte.

Die gerichtlich bestellte, sachverständige Prüferin, nunmehr bestätigte den ursprünglichen Wert in Höhe von 9,36 € als angemessen, wobei auf den als Anlage Ag3 zu den Akten gereichten Prüfbericht vom 18. Dezember 2014 ergänzend Bezug genommen wird.

Daraufhin beschloss die Hauptversammlung der ADC am 29 Januar 2015 den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gegen eine Abfindung von 9,72 € je Aktie. Die den übrigen Optionsscheininhabern zu gewährende angemessene Barabfindung wurde auf 0,02 € je Optionsschein festgelegt. Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre ins Handelsregister erfolgte am 25. März 2015, die Bekanntmachung der Eintragung am gleichen Tag.

Die Antragsteller halten die gewährte Abfindung für zu niedrig. Sie haben daher mit erstmals bei Gericht am 6. April 2015 eingegangenem Schriftsatz ein Spruchverfahren eingeleitet mit dem Ziel, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen. Das angerufene Landgericht hat zunächst eine ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin und sodann ein schriftliches Gutachten des Sachverständigen eingeholt, wobei insoweit auf das Gutachten vom 1. Mai 2020 sowie die ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen vom 31. Mai 2021 Bezug genommen wird.

Die Antragsteller zu 7), 8), 23) 24), 31), 39), 41) 42), 44) 48), 49) und 50) haben einen Teilvergleich mit der Antragsgegnerin geschlossen und hiernach ihre Anträge zurückgenommen.

Nach Durchführung einer (weiteren) mündlichen Verhandlung am 10. August 2021 hat die Kammer mit der angegriffenen Entscheidung die angemessene Abfindung auf 10,23 € je Aktie der ADC festgesetzt, allerdings wegen der geringfügigen Erhöhung um knapp über 5 % beschlossen, dass alle Beteiligten ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben. Zur Begründung hat das Landgericht auf die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen verwiesen und sie sich zu eigen gemacht. Der gerichtlich bestellte Sachverständige

hat wiederum eine eigene Bewertung der Gesellschaft durchgeführt. Hierzu hat er ausgehend von der gesellschaftsrechtlichen Struktur der ADC im Rahmen eines Ertragswertverfahrens die Bewertung anhand des sogenannten „Sum of the Parts“ Ansatzes bewertet, d.h. er hat den Wert der ADC aus der Summe der Wertbeiträge der einzelnen Beteiligungen und dem Barwert der Holdingkosten auf der Ebene der ADC zzgl. Sonderwerten abgeleitet. Vereinfachend hat er dabei den Wertbeitrag aus den Beteiligungen im Private Equity Bereich vornehmlich anhand deren Buchwert und den Wert der Beteiligung an der UBN anhand deren Marktkapitalisierung errechnet. Im Übrigen hat der Sachverständige den jeweiligen Ertragswert der einzelnen afrikanischen Banken und der Holding ermittelt. Hierzu hat er insbesondere länderspezifische Kapitalisierungszinssätze berechnet und zwar – ausgehend von einem einheitlichen, um die Differenz von länderspezifischen Inflationsraten bereinigten Basiszins – länderspezifische Marktrisikoprämien anhand impliziter Kapitalkosten abgeleitet und mit dem Betafaktor der BancABC Holding gewichtet sowie die sich hieraus ergebende Summe um einen individuellen Wachstumsabschlag der jeweiligen Gesellschaften in der ewigen Rente reduziert.

Gegen die Entscheidung haben die Antragsteller zu 3) bis 6), zu 12), zu 14) und 15), zu 16) bis 18), zu 27) und 28), zu 33) und 34) sowie zu 40) ebenso wie die Antragsgegnerin befristete Beschwerde eingelegt.

Die Antragsteller begründen ihre Beschwerden vornehmlich mit Angriffen gegen den zugrunde gelegten Kapitalisierungszins. Bereits der vom Sachverständigen herangezogene Basiszins sei unzutreffend, da der Sachverständige den nach der Zinsstrukturkurve ermittelten Wert unzulässig aufgerundet habe. Die Vorgehensweise des Sachverständigen bei der Ermittlung länderspezifischer Kapitalkosten sei im Ansatz verfehlt und basiere zudem auf einer unzureichenden Datengrundlage. Neben den Länderrisikoprämien, die ohnehin zu einer Doppelbewertung länderspezifischer Risiken führten, seien auch die herangezogenen Betafaktoren zu hoch sowie die Wachstumsabschläge zu niedrig. Ferner sei das öffentliche Angebot der Antragsgegnerin in Höhe von 10,45 € je Aktie der ADC als Untergrenze der Abfindung heranzuziehen gewesen, wie auch die erstinstanzlich geschlossenen Teilvergleiche offenzulegen gewesen seien.

Schließlich sei die Entscheidung des Landgerichts über die außergerichtlichen Kosten nicht nachvollziehbar, da das Spruchverfahren zu einer Erhöhung der Abfindungen um über 200.000 € geführt habe.

Demgegenüber wendet sich die Antragsgegnerin – unter fast wörtlicher Wiederholung ihrer bereits erstinstanzlich vorgebrachten Einwände gegen das Gutachten, auf die der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten eingegangen ist, – vornehmlich gegen die vom Sachverständigen vorgenommene Aktualisierung der Umrechnungskurse auf den Bewertungsstichtag sowie die Korrektur der Zinsergebnisse. Auch sie hält das Vorgehen des Sachverständigen bei der Ermittlung der länderspezifischen Marktrisikoprämien für unzutreffend und erachtet die im Bewertungsgutachten vorgenommene Berücksichtigung von Länderrisikoprämien für sachgerechter. Ferner habe der Sachverständige teilweise zu Unrecht die Sonderwerte angepasst. Schließlich sei die Wertabweichung „Sonstiges“ zwischen dem Bewertungsgutachten und dem Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht nachvollziehbar.

Das Landgericht hat der Beschwerden nicht abgeholfen, sondern das Verfahren mit Beschluss vom 23. September 2021 dem Oberlandesgericht zur Entscheidung vorgelegt.

Der Senat hat eine weitere ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen zur Höhe des Basiszinses eingeholt, hinsichtlich deren Inhalts auf Bl. 2115 f. d. A. verwiesen wird. Sodann hat der Senat auf Antrag der Antragsteller den Sachverständigen mündlich angehört, wobei insoweit Bezug auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 19. Dezember 2022 genommen wird.

Ergänzend wird auf die von den Beteiligten im Beschwerdeverfahren eingereichten Schriftsätze sowie die ihnen beigefügten Anlagen Bezug genommen.

## II.

Die Beschwerden der Antragsteller und der Antragsgegnerin sind zulässig, diejenige der Antragsgegnerin darüber hinaus auch begründet. Das Landgericht hat zu Unrecht die gewährte Abfindung als unangemessen angesehen. Folglich war die angefochtene Entscheidung abzuändern und waren die Anträge zurückzuweisen.

1. Die Rechtsmittel sind zulässig. Sie sind als befristete Beschwerden gemäß § 12 Abs. 1 SpruchG statthaft. Die Beschwerden sind zudem formgerecht eingelegt worden. Ferner ist von der Antragsgegnerin als auch von den beschwerdeführenden Antragstellern die Beschwerdefrist des § 63 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG gewahrt worden (vgl. für die Antragsgegnerin Bl. 1760 und 1845 d. A.; für die Antragsteller zu 3) bis 6) Bl. 1704 und 1782; zu 12) Bl. 1783 und 1810; zu 14) und 15) Bl. 1768 und 1798; zu 16) bis 18) Bl. 1807 und 1826; zu 27) und 28) Bl. 1790 und 1838; zu 33) und 34) Bl. 1761 bzw. 1762 und 1856 sowie zu 40) Bl. 1778 und 1859).

Die Beschwerdeführer erreichen den aufgrund der Nichtzulassung der Beschwerde gemäß § 61 Abs. 1 FamFG iVm § 17 Abs. 1 SpruchG erforderlichen Beschwerdewert von über 600 € (vgl. dazu BGH ZIP 2018, 2219). Das gilt für die Antragsgegnerin ohnehin, aber auch für die Antragsteller. Allein der Antragsteller zu 40), der ebenfalls ein Rechtsmittel eingelegt hat, hielt zum maßgeblichen Zeitpunkt 11.700 Aktien der ADC. Daraus ergibt sich, dass dessen Beschwer die erforderliche Beschwerdesumme von 600 € überschreitet, da bereits eine Erhöhung der festgesetzten Abfindung um 10 Cent für ihn mit einer Besserstellung von mehr als 1.170 € verbunden wäre. Gründe für eine Abänderung der angegriffenen Entscheidung in einem solch geringfügigen Umfang hat der Antragsteller zu 40) hinreichend dargelegt. Dies wiederum hat zur Folge, dass für alle anderen Beschwerdeführer und zwar auch diejenigen, die lediglich über eine Aktie der ADC verfügen, die erforderliche Beschwerdesumme erreicht ist. Denn insoweit ist die Beschwer der einzelnen Beschwerdeführer zu addieren (vgl. BGH ZIP 2018, 2219;



Senat vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15, juris Rn. 19; OLG München AG 2015, 508; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2019, § 12 SpruchG Rn 7).

2. Die zulässigen Beschwerden der Antragsteller haben in der Sache aber keine Aussicht auf Erfolg. Demgegenüber hat die Beschwerde der Antragsgegnerin Erfolg, da sich die gewährte Abfindung von 9,72 € als angemessen erweist.

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

Als angemessen in dem vorgenannten Sinne ist eine Abfindung anzusehen, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert seiner Beteiligung entsprechen (vgl. BVerfGE 14, 263, 284; 100, 289, 304 f.; BayObLG AG 1996, 127; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327b Rn 5; ständige Rsp des Senats). 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).

b) Hiervon ausgehend war die von der Antragsgegnerin gewährte Abfindung in Höhe von 9,72 € je Aktie als angemessen einzustufen und nicht auf 10,23 € zu erhöhen. Denn der vom Senat geschätzte anteilige Unternehmenswert in Höhe von 10,17 € weicht um weniger als 5 % von der gewährten Abfindung ab. Diese geringe Abweichung rechtfertigt in Anbetracht der konkreten Bewertungssituation keine richterliche Abänderung der von der Hauptversammlung der ADC beschlossenen Abfindung.

Der vom Senat geschätzte anteilige Unternehmenswert ergibt sich aus dem anteiligen Ertragswert der Gesellschaft, der zugleich über dem relevanten Börsenkurs liegt.

Bei seiner Schätzung folgt der Senat dem vom gerichtlich bestellten Gutachter verwendeten „Sum of the Parts“ Ansatz. D.h. der Unternehmenswert der ADC wird aus der Summe der Wertbeiträge der einzelnen Tochtergesellschaften, nämlich der UBN sowie der BancABC, und dem Barwert der Holdingkosten auf der Ebene der ADC abgeleitet. Entsprechend wird der Wertbeitrag der BancABC aus den Wertbeiträgen deren fünf Tochtergesellschaften in Botswana, Mosambik, Tansania, Sambia und Simbabwe sowie dem negativen Barwert der Holding der BancABC ermittelt.

aa) Den Wert der UBN bemisst der Senat auch insoweit dem Sachverständigen folgend anhand deren Börsenwertes. Bei der Heranziehung des Börsenwertes handelt es sich ebenfalls um eine in der Rechtsprechung mittlerweile anerkannte Methode (zuletzt OLG München, Beschluss vom 14. Dezember 2021 – 31 Wx 190/20, juris; Senat, Beschluss vom 26. April 2021 – 21 W 139/19, juris). Die Heranziehung des Börsenwertes zur Ermittlung des Wertbeitrags bietet sich vorliegend bereits deshalb an, weil nach Angaben des Sachverständigen der Betafaktor der UBN (vgl. Gutachten S. 131 f.) und damit indiziell auch deren Börsenkurs aussagekräftig war, er praktisch mit dem seitens des Sachverständigen ermittelten Ertragswert übereinstimmte und zudem die Gesellschaft mittel- und unmittelbar eine Beteiligung an der UBN nur in Höhe von insgesamt 8,24 % hielt.

Ohne Erfolg wenden die Antragsteller sich gegen diese Bewertung der Beteiligung an der UBN.

Soweit die Antragsteller rügen, der Sachverständige habe seiner Bewertung lediglich einen Anteil von 3,09 % statt wie eingangs dargestellt von 8,24 % in seine Bewertung einfließen lassen, geht, worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist, die Rüge fehl. Bei den 3,09 % handelt es sich um den direkten Anteilsbesitz, der der Ertrags- und im Anschluss der Börsenbewertung zugrunde gelegt wurde. Der

verbleibende Anteil von knapp 5,2 % wurde nur mittelbar gehalten und wies aufgrund seiner Ausgestaltung des Darlehns zur Finanzierung des Investments einen Optionscharakter auf. Demgemäß ermittelte der Sachverständige den Wert dieses Anteils separat anhand des Optionspreismodells von Black and Scholes. Dieser Wert in Höhe von 0,4 Mio. € ging zusätzlich zu der direkten Beteiligung im Wert von 22 Mio. € in die Bewertung ein (vgl. Gutachten S. 160).

Keine Bedenken gegen den vom Sachverständigen ermittelten Wert ergibt sich ferner aus dem vom Sachverständigen angegebenen Wert von 22 Mio. € im Vergleich zu dem ebenfalls im Gutachten angegebenen Wert von 153,4 Milliarden Naira, der Landeswährung von Nigeria. Während sich die 22 Mio. € auf die direkt gehaltene Beteiligung der Gesellschaft an der UBN bezieht, gibt der in der Landeswährung angegebene Betrag den Börsenwert der UBN insgesamt an (vgl. Gutachten S. 157 Ziff. 769). Der von der Gesellschaft gehaltene Betrag in der Landeswährung entspricht daher in etwa 4,8 Milliarden Naira.

Auf den von \_\_\_\_\_ gezahlten Vorerwerbspreis für die UBN kam es bereits nicht an, so dass der Sachverständige, der sich an dem Ertrags- und Börsenwert der UBN orientiert hat, diesem Preis nicht näher nachzugehen brauchte. Die vom Sachverständigen vorgenommene Überprüfung anhand von Multiplikatoren hat ergeben, dass der ermittelte Wert der Beteiligung innerhalb der Bandbreite lag (Gutachten S. 150 Ziffer 738). Damit konnte der Wert plausibilisiert werden, auch wenn er am unteren Ende der denkbaren Werte lag. Auf eine bestimmte Lage innerhalb der Bandbreite kommt es zum Zweck der Plausibilisierung nicht vordringlich an.

Schließlich bedarf es auch keiner Korrektur der Planzahlen für das Jahr 2014 aufgrund der höher liegenden Ist-Zahlen. Zum einen kommt es hierauf nicht an, weil der Sachverständige letztlich auf den Börsenwert der UBN abgestellt hat. Zum anderen hat er die sich ergebende Abweichung im Rahmen der Hinzurechnung eines Sonderwertes bei seiner Ertragswertermittlung berücksichtigt und zwar in Höhe von 11,1 Mio. € (vgl. Gutachten S. 144 Ziffer 694).

bb) Zur Ermittlung des Wertes der Tochtergesellschaft der BancABC sowie der Kosten der Holding bedient sich der Senat dem gerichtlich bestellten Sachverständigen folgend der allgemein anerkannten (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17, Juris; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, § 12 Rn. 12.3) Ertragswertmethode. Nach dem Ertragswertverfahren ergibt sich der anteilige Unternehmenswert aus den mit dem Kapitalisierungszins diskontierten zukünftigen Erträgen der Gesellschaft zuzüglich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und sonstiger Sonderwerte. 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.

aa) Keine durchgreifenden Bedenken bestehen gegen die vom Sachverständigen auf der Grundlage des Übertragungsberichts zur Bewertung herangezogenen zukünftigen Erträge der einzelnen Gesellschaften.

aaa) Die Ausführungen des Sachverständigen zu den negativen erwarteten Nettoausschüttungen der ADC Holding, die im Ergebnis mit den Zahlen im Übertragungsbericht übereinstimmen, sind nicht zu beanstanden. Ohne Erfolg bleibt dabei der Einwand der Antragsteller, der geplante Verwaltungsaufwand auf der Ebene der ADC Holding sei nicht nachvollziehbar. Der Sachverständige hat hierzu auf S. 79 f. seines Gutachtens Ausführungen gemacht, die im Wesentlichen mit den Angaben auf Seite 112 ff. Ziffer 432 ff. des Übertragungsberichts übereinstimmen. Dort sind die maßgeblichen Kostentreiber Personal, Miete und Reiseaufwendungen genannt und zudem die geplante substantielle Reduktion der Kosten dargestellt. Weitere Angaben waren nicht erforderlich, um die gebotene Plausibilität aufzuzeigen.

bbb) Zur Ermittlung der Ertragsplanung der BancABC hat der Sachverständige zunächst für die BancABC Holding und im Anschluss für jede einzelne Tochtergesellschaft der BancABC ausgehend von einer Analyse der vorangegangenen Geschäftsjahre die geplante Ertragsentwicklung im Einzelnen untersucht und auf der Grundlage der Kapital- und Liquiditätsanforderungen die

jeweiligen erwarteten Nettoausschüttungen der Gesellschaften ermittelt. Dabei hat er in weiten Teilen die Planung der Antragsgegnerin im Übertragungsbericht übernommen und nur an einigen Stellen Plananpassungen vorgenommen, soweit ihm dies erforderlich erschien. Hiergegen ist nichts zu erinnern.

α) Soweit die Antragsteller hiergegen einwenden, der Sachverständige habe zu Unrecht auch für das Jahr 2014 Planzahlen der ADC zum Zweck der Bewertung herangezogen, obwohl der Bewertungsstichtag am 29. Januar 2015 im Folgejahr gelegen habe und man daher Ist-Zahlen hätte verwenden müssen, kann dem nicht gefolgt werden. Hierzu hat die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen, dass zum Bewertungsstichtag die Ist-Zahlen des Jahres 2014 noch nicht vorlagen. Zahlen, die am Bewertungsstichtag aber noch nicht vorliegen, können regelmäßig auch nicht Grundlage der Wertermittlung zum Bewertungsstichtag sein. Denn es geht um den Wert der Gesellschaft am Bewertungsstichtag und nicht um den Wert aus einer ex post Sicht heraus. Eine Ersetzung der Planzahlen durch die Ist-Zahlen des Jahresabschlusses für das Jahr 2014 ist damit gemessen an dem Bewertungsziel in der Regel nicht vorzunehmen, sofern – wie vorliegend bereits aufgrund des geringen Zeitabstandes zwischen Geschäftsjahresende und der den Squeeze out beschließenden Hauptversammlung – keine Anhaltspunkte für ein bewusstes Zurückhalten der Zahlen bzw. der Erstellung des Jahres- oder Konzernabschlusses ersichtlich sind. Eine Verpflichtung der Hauptversammlung aus Bewertungsgründen erst dann über die Höhe der Abfindung zu entscheiden, wenn der Vorjahresabschluss erstellt ist, besteht nicht.

Soweit die Antragsteller zudem die fehlende Plausibilität der für die BancABC Holding für das Jahr 2014 ausgewiesenen Nettoausschüttungen in Höhe von - 136,4 Mio. BWP dadurch in Frage stellen, dass im Jahresabschluss der BancABC Holding ein Jahresüberschuss von 318 Mio. USD nach Steuern ausgewiesen sei, vermögen sie auch damit nicht durchzudringen. Bei dem im Zahlenwerk ausgewiesenen Betrag handelt es sich, worauf die Antragsgegnerin unwidersprochen hingewiesen hat, nur um die negativen Nettoausschüttungen der Holding, die – anders als der im Geschäftsbericht ausgewiesene Jahresüberschuss – die positiven Ergebnisbeiträge der Tochtergesellschaften nicht berücksichtigt.

Unzutreffend ist ferner der Einwand, der Sachverständige habe aus einer Kapitalerhöhung der Bank ABC Sambia fälschlicherweise der Tochtergesellschaft 100 Mio. USD zugeschrieben, obwohl, wie im Geschäftsbericht 2014 ausgewiesen, dieser nur 27 Mio. USD zugeflossen seien, so dass 73 Mio. USD bei der BancABC Holding als nicht betriebsnotwendiges Kapital hätten Berücksichtigung finden müssen. Denn, wie die Antragsgegnerin unwidersprochen vorgetragen hat, handelte es sich bei dem vom Sachverständigen berücksichtigten Vorgang um einen aus dem Jahr 2013 (Gutachten S. 51 Ziffer 198), der mit dem von den Antragstellern erwähnten Vorgang in keinem Bezug stand.

Soweit die Antragsteller ferner kritisieren, der Sachverständige habe bei seiner Ertragswertermittlung der BancABC Holding nicht den für das Jahr 2014 im Geschäftsbericht ausgewiesenen tatsächlichen Jahresüberschuss berücksichtigt, geht auch diese Rüge fehl. So hat der Sachverständige in seinem Gutachten (Seite 84 Ziffer 369) ausdrücklich festgehalten, dass zwar die Planungsrechnungen der Bankentöchter der BancABC auf deren Ist-Ergebnissen zum 30. September 2014 basierten, er aber die Ist-Ergebnisse zum 31. Dezember 2014 als Sonderwert im Rahmen der Ermittlung des Wertbeitrags der BancABC Holding berücksichtigt habe. Entsprechend haben die zum Bewertungsstichtag bekannten aktuellsten Zahlen entgegen der Behauptung der Antragsteller in die Bewertung des Sachverständigen Eingang gefunden.

β) Auch die Einwände der Antragsgegnerin vermögen nicht die vom gerichtlich bestellten Sachverständigen seiner Wertermittlung zugrunde gelegten Erträge der einzelnen Tochtergesellschaften der BancABC in Frage zu stellen.

Ohne Erfolg rügt die Antragsgegnerin zunächst die vom Sachverständigen vorgenommene Aktualisierung der Umrechnungskurse auf den Bewertungsstichtag. Insoweit ist sie der Auffassung, dass die Aktualisierung der Umrechnungskurse auf den Bewertungsstichtag bereits in der von ihr abgegebenen Stichtagserklärung berücksichtigt worden sei und mithin in dem im aktualisierten Übertragungsbericht enthaltenen Abfindungswert in Höhe von 9,72 € enthalten

gewesen sei. Daher sei in der vom Sachverständigen vergleichend gefertigten Wertetreppe keine Erhöhung um 80 Cent für die von ihm vorgenommene Aktualisierung der Umrechnungskurse vorzunehmen.

Dieser Einwand geht schon deshalb fehl, weil offensichtlich Einigkeit darüber besteht, dass bei der Ertragswertermittlung die aktualisierten Umrechnungskurse heranzuziehen sind. Letztlich wird mithin damit nicht die Bewertung des Sachverständigen in Zweifel gezogen, sondern lediglich versucht, die ursprüngliche Bewertung zu rechtfertigen. Darauf kommt es aber nicht an, nachdem dem Sachverständige der Auftrag zur Neubewertung erteilt worden ist. Maßgeblich ist insoweit nur, ob die Bewertung des Sachverständigen den „wahren“ Wert der Gesellschaft hinreichend abbildet. Hierfür waren nach allen Auffassungen aktualisierte Umrechnungskurse heranzuziehen.

Nicht zu überzeugen vermag ferner der in der Beschwerdeinstanz wiederholte Einwand, der Sachverständige habe bei seiner Umstellung der Berechnungsmethodik des Zinsergebnisses von Jahresendbeständen auf Jahresdurchschnittsbestände zwar gut vertretbar ein geringeres Zinsergebnis ausgewiesen, dann aber zu Unrecht bei einer als konstant angenommenen Aufwand-Ertrags-Quote die Kosten entsprechend gesenkt. Dabei habe der Sachverständige nicht berücksichtigt, dass die Betriebsaufwendungen einen hohen Fixkostenanteil aufweisen würden und daher von der Höhe des Zinsergebnisses unabhängig seien. Auf diesen Einwand hin hat der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten auf Seite 14 dargelegt, dass direkte und damit variable Kosten den ganz überwiegenden Anteil an den Kosten ausmache, weswegen die vorgenommene Kostenanpassung notwendig gewesen sei. Diesen nachvollziehbaren Ausführungen des Sachverständigen ist die Antragsgegnerin nicht weiter entgegengetreten.

Auf den weiteren Einwand der Antragsgegnerin, die vom Sachverständigen in der ewigen Rente vorgenommene Fortschreibung der Planung in der Fortschreibungsphase von 2019 bis 2028 sei nicht nachvollziehbar, hat der Sachverständige ebenfalls in seinem Ergänzungsgutachten detaillierte Angaben in

dessen Anhang gemacht. Hierauf ist die Antragsgegnerin nicht weiter eingegangen, so dass auch für den Senat kein weiterer Aufklärungsbedarf besteht.

bb) Die künftigen finanziellen Überschüsse sind – wie der Sachverständige zutreffend ausführt - mit einem geeigneten Zinssatz auf den Bewertungsstichtag zu diskontieren. Der Kapitalisierungszins orientiert sich an der erwarteten Rendite der Investoren und gibt demnach an, welche Mindestverzinsung auf dem Bewertungsobjekt erzielt werden muss. Als Ausgangsgröße für die Bestimmung von Alternativrenditen zur Ableitung der Eigenkapitalkosten sind empirisch beobachtbare Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen maßgeblich. Diese Renditen vergüten insgesamt den heutigen Konsumverzicht der Anteilseigner und die zukünftige Geldentwertung sowie die Übernahme von unternehmerischen Risiken, da eine Investition in Unternehmen von Unsicherheiten geprägt ist.

Die gesamte Rendite kann daher grundsätzlich in einen Renditeanteil für die Vergütung der zeitlichen Überlassung von Kapital – den sogenannten Basiszins – und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte sogenannten Risikoprämie zerlegt werden. Die Risikoprämie selbst wird durch allgemeine Marktrisiken – repräsentiert durch die Marktrisikoprämie - und unternehmensspezifische Risiken – repräsentiert durch den sogenannten Betafaktor – geprägt, wobei die Zerlegung auf dem allgemein anerkannten Capital – Asset – Pricing Model beruht, das in seiner Erweiterung, dem Tax CAPM, noch die Wirkung persönlicher Ertragssteuern berücksichtigt.

aaa) Der Basiszinssatz repräsentiert eine (quasi-) risikofreie und fristenäquivalente Alternativanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen. Im ursprünglichen Sachverständigengutachten ist im Einklang mit dem diesbezüglich aktualisierten Übertragungsbericht ein gerundeter Basiszins von 1,75 % vor Steuern und 1,29 % nach Steuern veranschlagt worden. Auf Nachfrage des Senats hat der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten den ungerundeten Zins vor Steuern mit 1,653 % und nach Steuern mit 1,217 % angegeben. Er lag damit geringfügig unterhalb des im Übertragungsberichts herangezogenen Wertes. Die letztgenannten Werte legt der Senat seiner Schätzung zugrunde.



Der Zins ist vom Sachverständigen ermittelt worden aus der Zinsstrukturkurve für Staatsanleihen, wobei auf die Datenbasis der Deutschen Bundesbank zurückgegriffen wurde. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler wurden aus den vorangegangenen drei abgeschlossenen Monaten geschätzte Renditen periodenspezifischer Durchschnittzinssätze abgeleitet, wobei die Durchschnittzinssätze der drei Monate von Oktober 2014 bis Dezember 2014 zugrunde gelegt wurden.

Die Vorgehensweise des Sachverständigen bei der Bestimmung des Basiszinses entspricht grundsätzlich der ständigen Rechtsprechung des Senats (vgl. etwa Beschluss vom 13. September 2021 – 21 W 38/15, juris Rn. 119; Beschluss vom 17. Dezember 2012 - 21 W 39/11, juris Rn. 65; Beschluss vom 29. April 2011 – 21 W 13/11, Juris Rn. 68). Das gilt insbesondere für den Ansatz, den Basiszins anhand der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank für einen bestimmten Stichtag zu ermitteln und sodann einen Durchschnitt der unmittelbar davorliegenden neunzig Tage zu ermitteln (vgl. Senat, Beschluss vom 5. Dezember 2013 – 21 W 36/12, Juris Rn. 72 ff.).

Maßgeblich ist und insoweit noch abweichend vom schriftlichen Gutachten des Sachverständigen für die Berechnung des Basiszinses der Bewertungsstichtag und nicht der letzte Tag des Monats davor (vgl. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2015 – 21 W 26/13, Juris Rn. 42 ff.). Nur die Heranziehung von Daten des Bewertungsstichtages genügt dem Stichtagsprinzip, wobei die damit verbundenen organisatorischen Probleme überwindbar sind. Soweit der Sachverständige in seinem schriftlichen Gutachten diesbezüglich auf eine IDW – Empfehlung verwiesen hat (Ergänzungsgutachten S. 19), ist der Hinweis zwar zutreffend, berücksichtigt aber nicht, dass es sich hierbei um keine gesetzesähnlichen, die Gerichte bindenden Richtlinien handelt. Bei dem in der ergänzenden Stellungnahme vom Sachverständigen angegebenen Basiszins in Höhe von 1,653 % handelt es sich dann auch um den stichtagsbezogenen Wert, wie der Sachverständige im Rahmen seiner Anhörung auf Nachfrage des Senats bestätigt hat.

Soweit ein Antragsteller in seiner Beschwerde einen anderen Wert für den Basiszins angegeben hat, vermag dieser Einwand die Richtigkeit der Angaben des Sachverständigen nicht in Frage zu stellen. Ausweislich des Vortrags des Antragstellers hat er den Basiszins allein auf der Grundlage von 30jährigen Bundesanleihen ermittelt. Aufgrund des damit verbundenen Informationsverlustes ist es aber nicht sachgerecht, allein auf diese Anleihen bei der Ermittlung des Wertes abzustellen und nicht alle am Kapitalmarkt zugänglichen Informationen, mithin auch die Anleihen anderer Laufzeiten zu berücksichtigen. Zudem entspricht die Verwendung eines Zinssatzes lediglich einer Laufzeit nicht dem Prinzip der Laufzeitäquivalenz, da implizit eine flache Zinsstrukturkurve unterstellt wird, die in der Praxis äußerst selten zu beobachten ist (vgl. Dörschell/Schulte/Franken, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 52).

Soweit die Antragsteller einwenden, es hätten jedenfalls in der Detailplanungsphase fristenadäquate Zinssätze verwendet werden müssen, um ein exaktes Ergebnis zu erhalten, ist dieser Aspekt finanzmathematisch zutreffend (vgl. etwa Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2019, Rn. 6.30; zum Problem insbesondere in der Niedrigzinsphase Knoll/Kruschwitz/Löffler, DB 2016, 2305). Das Gegenargument der Antragsgegnerin, es müsse der Zinssatz betreffend die Investition insgesamt und damit einer unendlichen Laufzeit herangezogen wurde, trifft nicht zu, da die Ausschüttungen zu verschiedenen Zeitpunkten vorgenommen werden. Jedoch hat bereits das Landgericht München I zutreffend darauf hingewiesen (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06), die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, der allerdings – wie dargelegt – aus der gesamten Zinsstrukturkurve entwickelt wird, stelle eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG Düsseldorf, Beschluss vom 8. Juli 2021 – 26 W 10/20, juris Rn. 52; OLG München NJW-RR 2014, 423, 474; vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 05.06.2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 194). Die Verwendung eines typisierten, einheitlichen laufzeitkonstanten Basiszinssatzes anstelle von laufzeitspezifischen Zinsen entspricht der Empfehlung des IDW und somit einer anerkannten und

gebräuchlichen Methode, die im Rahmen eines Bewertungsmodells, das notwendigerweise Vereinfachungen und Pauschalierungen enthalten muss, nicht zu beanstanden ist (vgl. auch OLG Düsseldorf, AG 2012, 797, juris Rz. 44; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2006, 1005, 1015). Dieser Sichtweise hat sich der Senat bereits in früheren Entscheidungen angeschlossen (vgl. etwa Senat, Beschluss vom – 21 W 76/19, juris Rn. 49; Beschluss vom 18.12.2014 – 21 W 34/12, juris Rn. 72) und sieht auch derzeit keine Veranlassung, hiervon abzuweichen.

Die zunächst vom Sachverständigen durchgeführte Rundung des Basiszinses widerspricht der ständigen Rechtsprechung des Senats (vgl. Senat, Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 54 ff.; Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11, juris Rn. 112; aA OLG München, Beschluss vom 06.08.2019 - 31 Wx 340, 17 juris, Rn. 50; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015 - 12a W 7/15, juris Rn. 80; Popp, WPg 2016, 926). Hierfür sind nach Auffassung des Senats keine überzeugenden Argumente ersichtlich. Insbesondere ist einer erforderlichen Glättung des Basiszinses bereits durch die Durchschnittsbildung über drei Monate hinweg Rechnung getragen. Dass vorliegend die Aufrundung nicht zu einem geringeren, sondern zu einem höheren Unternehmenswert führt, ändert an der Vorzugswürdigkeit der Heranziehung des ungerundeten Zinses nichts. Denn es ist zwar der Gesellschaft nicht verwehrt, einen für sie ungünstigeren gerundeten Basiszins zur Ermittlung der angemessenen Abfindung heranzuziehen. Wird aber – wie hier – durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen eine komplette Neubewertung des Unternehmens durchgeführt, ist kein überzeugender Grund ersichtlich, weshalb auf einen ungenaueren Wert für die sich hierauf stützende eigene Schätzung des Gerichts zurückgegriffen werden sollte.

Gegen den vom Sachverständigen in seiner ergänzenden Stellungnahme ausgewiesenen ungerundeten Basiszins spricht auch nicht der Umstand, dass der Unternehmenswert im Vergleich zur Heranziehung des gerundeten Zinssatzes sinkt. Der Sachverständige hat bereits in seiner schriftlichen Stellungnahme und nochmals im Rahmen der mündlichen Verhandlung das zunächst überraschende Ergebnis nachvollziehbar erläutert. So führt zum einen – wie bei Banken nicht unüblich – der höhere Basiszins zu einem geringfügigen Anstieg des erwarteten

Ertrags der Banken, wenngleich dieser Effekt laut Angaben des Sachverständigen in der mündlichen Verhandlung nur minimal war. Zum anderen hat die Änderung des Basiszinses eine Rückwirkung auf die Höhe der Marktrisikoprämien, da sich diese – wie noch darzulegen sein wird – vorliegend aus den impliziten Gesamtrenditen auf den lokalen Märkten des ADC – Konzerns ableiten. Eine Reduktion des Basiszinses führt daher zu einer Erhöhung der als Residualgröße ermittelten lokalen Marktrisikoprämien. Aufgrund des Betafaktors von 1,1 ergeben sich in der Summe leicht höhere Kapitalkosten, die in Kombination mit der Rückwirkung auf die Ertragslage vorliegend ausnahmsweise zu einer geringfügigen Wertminderung der Gesellschaft führen. Bei diesem Effekt spielt – wie der Antragsteller zu 12) überzeugend im Rahmen der mündlichen Verhandlung ergänzt hat – auch die im Endeffekt höhere Besteuerung des Basiszinses gegenüber der Residualgröße des Kapitalisierungszinses eine Rolle.

Da die Bewertung infolge des Sum of the parts - Ansatzes auf der Ebene der Bankentöchter der BancABC und damit zugleich in lokaler Währung erfolgte, hat der Sachverständige wie bereits im Übertragungsbericht das gegenüber dem auf der Grundlage von Daten der Deutschen Bundesbank abgeleiteten Basiszinssatz erhöhte Währungsrisiko berücksichtigt. Dies erfolgte vereinfachend durch ein sogenanntes Inflationsdelta. Das Inflationsdifferential entspricht dabei jeweils der Differenz aus der Inflationserwartung in den Heimatmärkten der gesondert bewerteten Bankentöchter und der für Deutschland prognostizierten Inflationserwartung. Basierend auf den Inflationsschätzungen vom IWF und der Zinsstrukturkurve der deutschen Bundesbank hat der Sachverständige 8 unterschiedliche Deltas ermittelt hinsichtlich deren Höhe auf S. 127 des Gutachtens verwiesen wird. Dabei betont der Sachverständige überzeugend gegenüber der Kritik einiger Antragsteller, dass es auf die Inflationserwartungen der jeweiligen Länder und nicht auf das Inflationsziel der Währungshüter, sprich der EZB für Deutschland, ankommt.

Soweit die Antragsgegnerin zwar das grundsätzliche Vorgehen bei der Berücksichtigung von Inflationsdifferenzialen für gerechtfertigt hält, jedoch Kritik an der vom Sachverständigen gewählten Ermittlung der Inflationserwartungen übt,

vermag sie hiermit nicht durchzudringen. Während im Übertragungsgutachten die Inflationserwartungen ausgehend von dem Jahr 2014 jeweils für die Folgejahre bis zum Jahr 2018 in Form einer Mittelwertbildung berücksichtigt werden, hat der gerichtlich bestellte Sachverständige allein auf die zeitlich längste Inflationserwartung für das Jahr 2018 abgestellt (vgl. Ergänzungsgutachten S. 20). Hierzu hat der Sachverständige zwar konstatiert, dass mehrere Ansätze möglich sind. Allerdings hat er insoweit überzeugend dargelegt, es komme bei der vorliegenden Unternehmensbewertung gerade auf eine langfristige Perspektive an, weswegen er auch auf die langfristige Inflationserwartung abgestellt habe. Der von der Antragsgegnerin demgegenüber herangezogene Mittelwert aus kurz- und langfristigen Erwartungen erscheint dem Senat insoweit demgegenüber weniger vorzugswürdig, weswegen der Senat sich bei seiner eigenen Schätzung dem Vorgehen des Sachverständigen anschließt.

bbb) Der Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. 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 öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind (vgl. z.B. 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. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 -, juris Rn. 158).

α) Dieser grundsätzlich allgemein anerkannte Ansatz ist im Rahmen des verfolgten Sum of the parts - Ansatzes vorliegend nach Auffassung des Senats zu modifizieren, um dem Umstand eines erhöhten länderspezifischen Risikos, dem die einzelnen Bankentöchter, die ausschließlich auf den Märkten der Subsahara Region agieren, Rechnung zu tragen.

αα) Im Übertragungsbericht ist der Kapitalisierungszins um länderspezifische Risikoprämien erhöht worden. Hierdurch sollte dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die ausländischen Beteiligungsgesellschaften der ADC ihre Ergebnisbeiträge auf Märkten erwirtschaften, die im Vergleich zu Deutschland nicht nur abweichenden ökonomischen, sondern insbesondere auch spezifischen Länderrisiken ausgesetzt sind. Daher sei davon auszugehen, dass bei einer Investition in unterdurchschnittlich entwickelte Märkte ein grundsätzlich höheres Länderrisiko als bei vergleichbaren Investitionen in westlichen Ländern wie zum Beispiel Deutschland eingegangen werde (Übertragungsbericht S. 121 f.). Dabei wurden die Länderrisikoprämien aus einem Vergleich der Renditen der jeweiligen Staatsanleihen abgeleitet, in dem die Rendite der ausländischen Staatsanleihe mit der Rendite einer risikofreien Staatsanleihe in gleicher Währung verglichen wird und aus der Differenz ein Anhalt für den Länderrisikozuschlag gewonnen wird.

ββ) Der gerichtlich bestellte Sachverständige ist diesem Ansatz vornehmlich wegen theoretischer Bedenken an dem Konzept der Länderrisikoprämie nicht gefolgt. Denn die Einführung von Länderrisikoprämien ist – so auch die wohl einhellige und überzeugende Ansicht in der Literatur – mit dem theoretischen Konzept des CAPM nicht vereinbar. In der Theoriewelt des CAPM sind alle Risiken und damit auch die Länderrisiken in dem Beta-Faktor berücksichtigt. Auch unter Einbeziehung von Wechselkursrisiken bleibt die grundsätzliche Struktur der CAPM – Rendite – Gleichung erhalten und tritt keine additive Länderrisikoprämie auf (vgl. Kruschwitz/Löffler/Mandl, WPg 2011, 170; Knoll, DB 2015, 1674; Ernst/Gleißner, WPg 2012, 1252; Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttmann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rn. 12.124; vgl. auch LG München BeckRS 2022, 18492).

Stattdessen hat der gerichtlich bestellte Sachverständige – gestützt auf eine Empfehlung des FAUB – einen eigenen Ansatz entwickelt, indem er für die jeweiligen Länder lokale Marktrenditen und lokale Marktrisikoprämien abgeleitet und auf deren Grundlage den Wertbeitrag der einzelnen Bankentöchter zu dem Gesamtwert des Unternehmens ermittelt hat. Dabei unterstellt der Sachverständige, dass es mit Blick auf die hier relevanten Länder der Subsahara Region

länderspezifische Risiken beispielsweise in Form von größeren Nachfrageschwankungen, größeren Unsicherheiten über Zins-, Inflations- und Währungsrisiken sowie aus dem rechtlich/politischen Bereich gibt (vgl. Ergänzungsgutachten S. 8 Ziff. 37) und dass diese Risiken in den zu diskontierenden Ertragsströmen der Gesellschaften keine Berücksichtigung gefunden haben (vgl. Ergänzungsgutachten S. 9 Ziff. 42). Zudem konstatiert er, dass das CAPM in einem nationalen Kontext vorliegend keine Anwendung finden kann, da im Fall separierter Kapitalmärkte es die vorliegende Situation eines in Deutschland notierten Unternehmens mit Anteilen an Unternehmen in der Subsahara – Region nicht gäbe. Gleichzeitig stellt er allerdings auch fest, dass die Voraussetzungen eines globalen Verständnisses des CAPM, das auf der Annahme international integrierter Kapitalmärkte beruht, auch nicht vorliegen. So müssten im Fall international integrierter Kapitalmärkte die erwarteten realen impliziten Aktienmarktrenditen annähernd gleich sein, da Investoren aus unterschiedlichen Währungskreisen vergleichbare reale Renditen erwirtschaften können müssten. Die eigene Studie habe aber gezeigt, dass die implizite reale Aktienmarktrendite für die Sub-Sahara Region bei etwa 8,8 % und für den deutschen Markt bei ca. 7,2 % liege.

Da aus Sicht des Sachverständigen damit weder allein das lokale CAPM aus deutscher Perspektive, noch das globale CAPM und auch keine Länderrisikoprämien Anwendung finden könnten, verbleibe allein die Verwendung mehrerer lokaler CAPM, mit Hilfe derer die Wertbeiträge der einzelnen Tochtergesellschaften mit unterschiedlichen Kapitalisierungskosten ermittelt würden. Da für die Subsahara – Region keine Schätzungen der Marktrisikoprämie anhand historischer Zeitreihen vorlägen, habe er auf ex ante Analysen für die Ableitung impliziter erwarteter Aktienrenditen und damit entsprechender Marktrisikoprämien abgestellt und auf diese Weise Marktrisikoprämien für jedes einzelne Land abgeleitet. Diese impliziten Marktrisikoprämien für die einzelnen Länder der Subsahara Region hat er dann mit dem für die BancABC einheitlichen Betafaktor multipliziert, um dergestalt den Risikozuschlag für den Kapitalisierungszins der BancABC Holding sowie deren Tochtergesellschaften zu ermitteln.

yy) Obgleich die hieran von den Beteiligten geübte Kritik zum Teil nicht jeder Berechtigung entbehrt, schließt sich der Senat im vorliegenden Verfahren dem Ansatz des Sachverständigen an. Es handelt sich aus Sicht des Senats um einen vertretbaren Ansatz, um der bestehenden Bewertungssituation gerecht zu werden. Ob er gegenüber dem eher pauschalen Ansatz im Übertragungsbericht vorzugswürdig ist, kann dahingestellt bleiben, da im Ergebnis beide Ansätze zu einer derart vergleichbaren Höhe des anteiligen Unternehmenswertes der ADC führen, dass die gewährte Abfindung unabhängig vom verfolgten Ansatz als angemessen einzustufen ist.

Dabei folgt der Senat der bereits im Übertragungsbericht und sodann vom gerichtlich bestellten Sachverständigen bestätigten Auffassung, dass die Gesellschaft aufgrund ihres ausschließlichen Focus auf Investitionen in der Subsahara Region erheblichen Länderrisiken ausgesetzt ist. Diese Risiken bestehen – wie der Sachverständige zu Recht ausführt - aus Rechtsunsicherheiten, Kapitaltransferrisiken, Konjunkturrisiken, Risiken bezüglich des Schutzes des geistigen Eigentums aber auch allgemeinen politischen Risiken. Dass solche Risiken in Märkten wie Zimbabwe oder Tansania erheblich höher sind als in hochentwickelten Industrienationen ist aus Sicht des Senats gut nachvollziehbar; und findet auch in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur seine Bestätigung (vgl. Ernst/Gleißner WPg 2012, 1252). Derartige Unsicherheiten in den rechtlichen, politischen und sozio-ökonomischen Rahmenbedingungen können sich in zweierlei Hinsicht auf den Unternehmenswert auswirken, was bei der Begrifflichkeit der „Länderrisiken“ nur unvollkommen zum Ausdruck kommt. Zum einen können sie die erwarteten Erträge der Gesellschaft negativ beeinflussen, indem etwa eine kriegerische Auseinandersetzung die Darlehensausfallrate erhöht. Zum anderen ist mit solchen Risiken grundsätzlich eine größere Unsicherheit der erwarteten Erträge verbunden, was wiederum zu einer höheren Risikoprämie führen kann.

Soweit es die erwarteten Nettozuflüsse betrifft, ist der Senat davon überzeugt, dass diese Risiken nicht in den Planungsrechnungen der Tochtergesellschaften der BancABC Holding ihren Niederschlag gefunden haben. So hat der Sachverständige in seinem Ergänzungsgutachten auf S. 9 f. ausdrücklich festgestellt, dass eine



explizite und gesonderte Berücksichtigung von Länderrisiken in den Planungsrechnungen in der ihm vorgelegten Datenbasis nicht erkennbar war und auch von ihm nachträglich nicht vorgenommen wurde. Der Sachverständige konnte daher ausschließen, dass die Länderrisiken bereits in den geplanten Nettoausschüttungen abgebildet worden sind. Dies geht auch einher mit der eindeutigen Aussage der sachverständigen Prüferin in deren Prüfbericht (vgl. S. 56).

Wenn aber relevante Umstände, die die geplanten Nettoausschüttungen negativ beeinflussen, vorhanden sind, dann müssen diese auch in irgendeiner Form erfasst werden, um nicht zu einer signifikanten Überbewertung der Gesellschaft zu gelangen. Insoweit folgt der Senat der Einschätzung des Sachverständigen (vgl. Ergänzungsgutachten S. 9 Ziffer 40)

Bei der Erfassung muss allerdings nicht zwingend die beste Methode zur Anwendung kommen. Vielmehr genügt ein in der konkreten Bewertungssituation vertretbarer Ansatz. Denn das Spruchverfahren ist nicht geeignet, um eine fortdauernde theoretische Diskussion zwischen den Wirtschaftswissenschaftlern einer Lösung zuzuführen. Einen solchen vertretbaren Ansatz sieht der Senat in dem Vorgehen des Sachverständigen.

Die weitere Suche nach einem besseren Vorgehen, wie etwa die explizite Erfassung der vorhandenen Risiken in den erwarteten Planzahlen bei gleichzeitiger Erfassung eines ggf. erhöhten Risikos der relevanten Alternativanlage wäre bereits prozessökonomisch nicht zu rechtfertigen, da sie eine erneute komplette Neubewertung nach sich ziehen würde. Eine solche nochmalige Neubewertung stünde bei derzeit bereits aufgelaufenen Sachverständigenkosten von etwa 650.000 € und einer entsprechend langen Verfahrensdauer außer Verhältnis zu der derzeit in Rede stehenden, insgesamt zu erwartenden Erhöhung der errechneten Abfindung von unter 5 %. Zudem erschiene ein solcher Ansatz wenig aussichtsreich, ein genaueres Ergebnis zu liefern, da schwer vorstellbar ist, dass ein weiteres externes Gutachten Jahre später überhaupt in der Lage wäre, die vorhandenen Länderrisiken adäquat in den Nettozuflüssen abzubilden.

Daher schließt sich der Senat dem Vorgehen des Sachverständigen an, die mit den Länderrisiken verbundenen Einbußen in den erwarteten Nettoausschüttungen sowie das erhöhte Risiko der Alternativanlage gemeinsam dadurch quantitativ zu erfassen, dass für die Diskontierung der jeweiligen Nettoausschüttungen der BancABC Holding sowie der Tochtergesellschaften jeweils die nationalen, impliziten Marktrisikoprämien multipliziert mit dem Beta der BancABC Holding herangezogen werden. Demgegenüber verbleibt es mit Blick auf die (negativen) Nettoausschüttungen der in Deutschland angesiedelten ADC Holding bei dem üblichen Ansatz mit einer allerdings für den deutschen Markt ebenfalls implizit ermittelten Marktrisikoprämie multipliziert mit der gewichteten Summe der Betas der BancABC Holding und der UBN.

δδ) Die gleichermaßen von der Antragsgegnerin wie den Antragstellern hieran angebrachte Kritik, entbehrt zwar aus Sicht des Senats nicht jeder Grundlage und ist teilweise durchaus berechtigt, vermag in der konkreten Bewertungssituation aber nicht dazu zu führen, dass der Senat bei seiner eigenen Schätzung des Unternehmenswertes nicht den Ansätzen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu folgen vermag.

Zutreffend ist zunächst, dass die Ermittlung der Marktrisikoprämien, wie der Sachverständige sie durchgeführt hat, abweichend von den Empfehlungen des IDW, denen auch der Senat in ständiger Rechtsprechung folgt, nicht auf einem pluralistischen Ansatz beruht, sondern allein auf der Basis impliziter Kapitalkosten erfolgt ist. Dies ist aber der unzureichenden Datenlage in der Subsahara Region geschuldet. Zudem handelt es sich bei der Ermittlung impliziter Kapitalkosten um eine zumindest im Vordringen befindliche Auffassung, der sich auch der IDW nicht verschließt, wenngleich er sich hierauf grundsätzlich aus vom Senat gebilligten und für nachvollziehbar erachteten Gründen nicht beschränkt. Soweit der Sachverständige das gleiche Vorgehen für die Ermittlung der Marktrisikoprämie für den deutschen Kapitalmarkt gewählt hat, schließt sich dem der Senat für den vorliegenden Bewertungsfall ebenfalls an. Denn es wäre inkonsistent, die Marktrisikoprämien für die Länder der Subsahara Region methodisch anders zu

ermitteln, als diejenige, die dann zur Diskontierung der für die in Deutschland anfallenden Nettoausschüttungen herangezogen wird. Insoweit ist allein das einheitliche Vorgehen einer Heranziehung impliziter Kapitalkosten vorliegend mit einer konsistenten Bewertung vereinbar. Soweit hierdurch eine höhere Marktrisikoprämie nach Steuern für Deutschland zugrunde gelegt wird, nämlich 8,6 % nach Steuern statt - wie vom FAUB empfohlen und vom Senat grundsätzlich für zutreffend erachtet - in Höhe von 5,5 % nach Steuern für den Bewertungsstichtag (vgl. Gutachten S. 133 Ziffer 661,), liegt darin jedenfalls keine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre begründet, da aufgrund des durchweg negativen Ergebnisbeitrags der ADC Holding eine höhere Marktrisikoprämie hier zu einem höheren Unternehmenswert führt.

Soweit vornehmlich die Antragsgegnerin eine fehlende ausreichende Datenlage aufgrund der wenig entwickelten nationalen Kapitalmärkten der Subsahara Region rügt, um daraus verlässliche nationale Marktrisikoprämien abzuleiten, dürfte auch diese Kritik nicht völlig von der Hand zu weisen sein. Eine im Vergleich zu hochentwickelten Industrie- und Dienstleistungsnationen eher geringe Datenmenge wird auch in der Rechtsprechung und der Literatur konstatiert (vgl. hierzu auch LG München AG 2017, 501, 503; Popp/Ruthardt in Fleischer/Hüttmann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Rn. 12.34). Doch geht der gerichtlich bestellte Sachverständige davon aus, dass für die Ermittlung impliziter Marktrisikoprämien der untersuchten Länder die Datenlage ausreichend war und hat diese im Einzelnen in seinem Ergänzungsgutachten offengelegt. Der Senat hat keinen Grund, an dieser sachverständigen Einschätzung zu zweifeln.

Nicht völlig unberechtigt ist ferner die von den Beteiligten geäußerte Kritik, es werde die falsche Anlegersicht eingenommen. So gehe es um den nationalen Anleger, nämlich eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person. Dessen Marktportfolio erschöpfe sich nicht in Anlagen in nationalen Subsahara Kapitalmärkten, sondern solche Anlagen kämen nur ganz geringfügig vor. Beim Ansatz des Sachverständigen werde hingegen die lokale Sicht verschiedener afrikanischer Investoren eingenommen und damit den Diversifikationsmöglichkeiten eines deutschen Investors nicht hinreichend Rechnung getragen. Dass dies Kritik

nicht völlig unberechtigt ist, konstatiert auch der Sachverständige selbst. So habe die Anwendung des lokalen CAPM für die Subsahara Region zwingend zur Folge, dass die Perspektive eines inländischen Investors (teilweise) aufgegeben werde (vgl. Ergänzungsgutachten S. 28 Ziffer 115). Dies sei jedoch insoweit zwingende Folge der Beobachtung separierter Kapitalmärkte in der Subsahara – Region und mithin eine notwendige Anpassung an das Standardmodell. Gleichzeitig müsse und werde aber die Annahme einer Besteuerung der Kapitaleinkünfte unter der Vorstellung einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person beibehalten, da letztlich die Nettoausschüttungen dem idealisierten Minderheitsaktionär zugutekämen.

Dem schließt sich der Senat an, so dass dann in der Tat deutsche Steuersätze auf afrikanische Kapitalisierungszinssätze übertragen werden und damit eine Besteuerung in Afrika zu Sätzen einer hochversteuernden Industrienation fingiert wird. Denn andernfalls müsste alternativ ein globales CAPM unterstellt werden, dessen Voraussetzungen aber den Ausführungen des Sachverständigen zufolge nicht vorliegen und damit zu einer völligen Nichtberücksichtigung des Länderrisikos führen würde.

Soweit die Antragsteller darauf verweisen, dass dann eigentlich bei jedem auf internationalen Märkten agierenden Unternehmen auf Länderrisiken in der einen oder anderen Form Rücksicht genommen werden müsste, ist dies nur insoweit zutreffend, als nicht bereits im Zähler die Risiken berücksichtigt worden sind. Zudem müsste es sich um wesentliche bewertungsrelevante Risiken handeln, was – anders als bei der ADC, die allein in der Subsahara Region engagiert ist, – regelmäßig nicht der Fall sein dürfte (vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Juni 2022 – 26 W 13/18, juris; LG München BeckRs 2022, 18492).

Nicht zu folgen vermag der Senat dem Einwand der Antragsteller, das länderspezifische Risiko sei bereits in den Planannahmen abgebildet. Dies wäre aus Sicht des Senats zwar wünschenswert gewesen und stimmt ebenso mit dem Ansatz des IDW überein. Vorliegend ist dies aber gerade nicht der Fall. Dies zeigt sich auch an der Rechtfertigung der Antragsgegnerin der Verwendung von

Länderrisikoprämien, indem die Antragsgegnerin dabei darauf abstellt, die Berücksichtigung im Zähler lasse sich mit numerisch gleichem Ergebnis auch im Nenner darstellen. Dies ist zwar mathematisch zutreffend, hat aber mit der Ermittlung der zutreffenden Nettoausschüttungen im Erwartungswert und der widerspruchsfreien Herleitung nur bedingt etwas zu tun. Denn die im Nenner eingesetzte, aus unterschiedlichen Renditen abgeleitete Länderrisikoprämie lässt sich zwar in eine Reduktion der erwarteten Nettoausschüttungen mathematisch überführen, besitzt aber nicht die inhaltliche Rechtfertigung, die einer unter Berücksichtigung vorhandener Länderrisiken vorgenommene Planung gehabt hätte. So konstatiert auch der Sachverständige überzeugend, dass der von der Antragsgegnerin im Übertragungsbericht vorgenommene Renditevergleich in Bezug auf Staatsanleihen das Länderrisiko in der Planungsrechnung nur sehr unvollkommen zu erklären vermag. Unterschiede in den nationalen Marktrisikoprämien, wie sie letztlich vom Sachverständigen herangezogen werden, vermögen eventuell einen besseren, aber jedenfalls auch nur unvollkommenen Anhalt für eine angepasste Planungsrechnung geben. Jedoch würde eine nochmalige Neubewertung vollends den Rahmen des Verfahrens sprengen, wenn sie überhaupt erfolgreich durchführbar wäre. Denn, sofern wie hier, die Gesellschaft selbst angesichts der Komplexität offensichtlich nicht in der Lage ist, zutreffende erwartete Nettoausschüttungen zu generieren, die die Länderrisiken umfassend berücksichtigen, ist ein externer Gutachter knapp 10 Jahre später hierzu erst recht nicht in der Lage.

Soweit einige Antragsteller eine Doppelerfassung des Risikos durch die Vorgehensweise des Sachverständigen bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinses beanstanden, kann dies Argument ohnehin nur insoweit Gültigkeit für sich beanspruchen, soweit es nicht um die unzureichende Erfassung in den erwarteten Nettoausschüttungen der Gesellschaft geht, sondern es ausschließlich den mit dem höheren Risiko verbundenen höheren Abzinsungsfaktor betrifft. Ob dabei das höhere Risiko einer Alternativinvestition im Beta oder in der Marktrisikoprämie erfasst wird, spielt, wie der Sachverständige zutreffend ausgeführt hat (Ergänzungsgutachten S. 27 Ziffer 106 ff.), grundsätzlich keine Rolle. Maßgeblich ist, dass bei konsistenter Ableitung der Kostenparameter auf Basis des

lokalen CAPM eine zusätzliche Differenzierung zwischen den Kapitalkostenparametern, insbesondere dem Beta-Faktor und der Marktrisikoprämie nicht notwendig ist. Dass überhaupt ein höheres Risiko bewertungsrelevant ist, weil eine vollständige Diversifikation nicht möglich ist, dürfte wiederum maßgeblich an dem vom Sachverständigen ermittelten Ergebnis liegen, wonach es sich bei den Kapitalmärkten in der Subsahara Region um separierte Kapitalmärkte handelt und entsprechend das globale CAPM keine Anwendung finden kann (vgl. auch Ernst/Gleißner WPg 2012, 1252, 1254 f.).

Dass darüber hinaus der Sachverständige trotz nicht integrierter Kapitalmärkte ein einheitliches Beta – ermittelt anhand des Nairobi Stock Exchange 20 Share Index – auf die jeweiligen unterschiedlichen, länderspezifischen Marktrisikoprämien angewandt hat und zudem eine fehlende Integration der Kapitalmärkte nicht für die jeweils gesonderten Kapitalmärkte der Länder Zimbabwe, Tansania, Botswana, Mosambik und Sambia nachgewiesen hat, sondern lediglich für die Subsahara Region insgesamt (vgl. Ergänzungsgutachten S. 22 f.), stellt aus Sicht des Senats ein weiteres theoretisches Bewertungsproblem der durchgeführten Bewertung dar, vermag aber den Ansatz des Sachverständigen nicht grundsätzlich in Zweifel zu ziehen. Insbesondere ist selbst ohne gesonderten Nachweis davon auszugehen, dass auch die genannten lokalen, nationalen Kapitalmärkte ihrerseits nicht integriert sind.

β) Den Betafaktor schätzt der Senat dem gerichtlich bestellten Sachverständigen folgend auf 1,1 für die BancABC und auf ebenfalls 1,1 für die ADC. Auf den vom Sachverständigen auf 1,0 geschätzten Betafaktor der UBN kommt es hingegen nicht an, da deren Wertbeitrag – wie ausgeführt – sich an deren Börsenwert orientiert.

αα) Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zur Rendite des Marktportfolios verhält. Er drückt demnach - einen effizienten Kapitalmarkt unterstellt - die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus. Hierzu misst der Betafaktor das systematische Risiko einer Aktie und beschreibt, welche Änderung der Rendite der

zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist. Insoweit reflektiert die Höhe des Betafaktors gemäß dem Bewertungskalkül des Tax-CAPM das Ausmaß des systematischen, nicht durch Kapitalmarkttransaktionen diversifizierbaren Risikos einer Aktie. Je höher der Betafaktor ist, desto höher ist die von den Kapitalmarktteilnehmern geforderte Risikoprämie der Anleger. Maßgeblich für die Unternehmensbewertung ist das zukünftige Risiko der Gesellschaft, da der Betafaktor als Bestandteil des Kapitalisierungszinssatzes für die Diskontierung der zukünftigen Zahlungsströme des Unternehmens herangezogen wird (vgl. Senat, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 72).

Dies bedeutet, dass der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern wie die Marktrisikoprämie ein ebenfalls nur durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert ist. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors kann der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst sein. Es können aber auch die Faktoren einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group) oder in Ausnahmefällen auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios herangezogen werden (vgl. Senat, Beschluss vom 30. August 2012 - 21 W 14/11, juris Rn. 72; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08, juris Rn. 163).

Bei einem börsennotierten Unternehmen ist zur Ableitung des künftigen systematischen Risikos der Gesellschaft grundsätzlich der historische unternehmensindividuelle Betafaktor heranzuziehen, wenn dieser verlässlich ermittelt werden kann und zugleich seine zeitliche Stabilität in der Zukunft zu erwarten ist (vgl. Senat, Beschluss vom 18. Dezember 2014 - 21 W 34/12, juris Rn. 83). Die Ableitung des künftigen systematischen Risikos der Gesellschaft auf Basis des Betafaktors einer Gruppe von vergleichbaren Unternehmen ist für börsennotierte Unternehmen demgegenüber nach Auffassung des Senats nur dann vorzuziehen, wenn der historische Betafaktor des Bewertungsobjekts nicht verlässlich ermittelt werden kann, d.h. wenn er nicht belastbar ist, oder wenn er sich aufgrund wesentlicher Veränderung für eine Prognose des unternehmerischen

Risikos nicht bzw. schlechter als ein aus einer Peer Group abgeleiteter Betafaktor eignet (vgl. Senat, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14, juris, Rn. 74) Unabhängig von dem gewählten Ansatz ist der ermittelte (unlevered) Betafaktor anschließend an die zukünftige Kapitalstruktur des Bewertungsobjektes anzupassen (sogenanntes Relevern), da ein hoher Verschuldungsgrad einer Gesellschaft regelmäßig mit einem hohen finanziellen Risiko korreliert.

ββ) Diesen Ansätzen folgend hat der Sachverständige sowohl für die BancABC als auch für die ADC einen Betafaktor von 1,1 ermittelt, wobei er jeweils mangels Aussagekraft nicht auf den unternehmenseigenen Betafaktor zurückgegriffen hat, sondern bei der BancABC den Faktor über eine Peer group ermittelt hat und sich bei der ADC auf den Mittelwert des eigenen Betas der UBN und des für die BancABC ermittelten Betas gestützt hat. Zugrunde gelegt hat er einen Beobachtungszeitraum von 2 Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen.

yy) Die hiergegen von den Beteiligten vorgebrachten Einwände vermögen im Ergebnis nicht zu überzeugen.

Soweit einige Antragsteller im Beschwerdeverfahren erneut rügen, der Sachverständige habe die Analysen, die zu einer Ablehnung der Verwendung des eigenen Betafaktors der ADC geführt haben, nicht offengelegt, ist auf das Ergänzungsgutachten des Sachverständigen und dort auf S. 32 f. zu verweisen. Hier hat der Sachverständige im Einzelnen die Liquiditätskennzahlen des unternehmenseigenen Beta-Faktors der ADC dargelegt und ist unter anderem mit Blick auf eine Geld-Brief-Spanne von 1,63 % in Verbindung mit den übrigen Liquiditätskennzahlen zu dem Schluss gekommen, dass das eigene Beta der ADC nicht ausreichend aussagekräftig ist. Diese Wertung des Sachverständigen überzeugt und steht im Einklang mit der Rechtsprechung des Senats.

Soweit die Antragsteller ferner die methodische Vorgehensweise des Sachverständigen rügen, da dieser abweichend von der üblichen Ermittlung sich an sogenannten impliziten Betas orientiert habe, vermag dieser Einwand schon



deshalb nicht überzeugen, weil der Sachverständige – worauf er bereits in seinem Ergänzungsgutachten hingewiesen hat (Seite 33 Ziffer 136) – zunächst wie üblich den Betafaktor aus historischen Werten abgeleitet und sodann lediglich zur Plausibilisierung zusätzlich implizite Betas ermittelt hat.

Nicht zu folgen vermag der Senat dem weiteren Einwand der Antragsteller, der Sachverständige habe sich bei der Ermittlung des Betas der BancABC auf den Median statt auf den arithmetischen Mittelwert der Peer group stützen müssen. Während der erstgenannte Wert bei 1,0 lag, belief sich der Mittelwert auf 1,1. Bei diesem Einwand ziehen die Antragsteller nicht hinreichend in Betracht, dass die exakte Höhe eines Betafaktors nicht abschließend zu bestimmen ist, weil sie von vielen Einflussfaktoren abhängt – etwa dem Referenzzeitraum, der Intervalllänge oder der Auswahl der Peer group Unternehmen -, die jeweils nicht als eindeutig richtig oder falsch eingeordnet werden können, sondern auch von der Datenlage des jeweils zu bewertenden Unternehmens abhängen und mithin der jeweiligen sachverständigen Beurteilung unterliegen (vgl. bereits Senat, Beschluss vom 20. Juli 2016 – 21 W 21/14, juris Rn. 106). Ähnlich verhält es sich mit der Frage, ob der Median oder das arithmetische Mittel herangezogen wird. In der Bewertungspraxis sind beide Werte üblich und vertretbar. Hier hat sich der Sachverständige für das arithmetische Mittel entschieden, da seine Kontrollrechnung anhand von impliziten Betas zu dem gleichen Wert wie das arithmetische Mittel geführt hat. Unterstützend hat die Antragsgegnerin bestätigt, dass auch der Bewertungsgutachter Werte in einer Bandbreite von 0,9 bis 1,2 ermittelt hatte. Vor diesem Hintergrund ist gegen den vom Sachverständigen herangezogenen Wert von 1,1 nichts zu erinnern.

ccc) Der so ermittelte Kapitalisierungszins ist für die Phase der ewigen Rente um einen Wachstumsabschlag zu ergänzen. Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, hier dem Jahr 2018, abgeleitet worden sind (vgl. WP-Handbuch 2008, S. 74). Er umfasst ganz maßgeblich eine inflationsbedingte sowie höchstens am Rande eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergeben kann (vgl. Senat, Beschluss vom 20.11.2019 – 21 W

77/14, juris Rn. 133; OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, juris Rdn. 84). Die Höhe des Wachstumsabschlags ist davon abhängig, inwiefern das Unternehmen nachhaltig in der Lage ist, die in seinem Fall erwarteten Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben. Unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte unterscheiden sich hierbei von gesamtwirtschaftlichen Indikatoren wie etwa der Veränderungsrate des Verbraucherindex. So werden unternehmensspezifische inflationsbedingte Wachstumseffekte vornehmlich durch die jedes Unternehmen individuell treffenden Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten sowie seine eigenen absatzmarktseitig bestimmten Möglichkeiten zu Preisanpassungen bestimmt. Gleichwohl ist aufgrund des maßgeblich preisbedingten Bestandteils des Wachstumsabschlags zu seiner Ermittlung die (erwartete) Preissteigerung ein erster Anhalt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 – 5 W 52/09, juris Rn 72 f., Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rn. 1059).

Zu seiner Ermittlung wurde für jede Tochtergesellschaft von dem gerichtlich bestellten Gutachter ein eigener Wachstumsabschlag ermittelt. Hierbei wurden regulatorische und branchenbedingte Rahmenbedingungen sowie die Kosten – Erlös – Struktur und – Kosten – Struktur Entwicklung der BancABC und der UBN berücksichtigt. Aufgrund des auch für die Zukunft erwarteten Kostendrucks ging der Sachverständige davon aus, dass eine vollständige Überwälzung inflationsbedingter beschaffungsseitiger Kostensteigerungen in der Zukunft nur sehr eingeschränkt möglich sein werde. Mit Blick darauf, dass nach dem Detailplanungszeitraum noch über einen langen Zeitraum von 2018 bis 2028 in der Übergangsphase erhöhte Wachstumsraten berücksichtigt wurden, wurden die unternehmensspezifischen inflationsbedingten Wachstumsraten in Höhe der Hälfte der durchschnittlichen langfristigen Inflationsraten für die einzelnen Bankentöchter der BancABC und die UBN angesetzt, was zu Wachstumsabschlägen zwischen 1 % für die Holding und bis zu 3 % für die UBN führte (Gutachten S. 132 f).

Die hiergegen von einigen Antragstellern vorgebrachten Einwände vermögen nicht zu überzeugen. Soweit diese fordern, es müssten die zum Teil sehr hohen

Inflationsraten in den afrikanischen Ländern Berücksichtigung finden, ist das Argument schon deshalb nicht stichhaltig, weil der Gutachter gerade dies getan hat, indem er die Hälfte der durchschnittlichen Inflationsraten der einzelnen Länder, in denen die Bankentöchter ihr Geschäft betreiben, in Ansatz gebracht hat. Soweit sie ferner der Ansicht sind, die angesetzten Wachstumsraten seien deshalb zu niedrig, weil selbst der Übertragungsprüfer etwa für die ABCbanc eine Wachstumsrate von 3 % in Ansatz gebracht habe und diejenige des gerichtlich bestellten Sachverständigen hinter dieser zurückbleibe, ziehen sie nicht hinreichend in ihre Betrachtung ein, dass der Gutachter gehalten war, insgesamt eine Neubewertung durchzuführen. Entsprechend war er an die im Übertragungsbericht genannten Werte nicht gebunden. Gleichzeitig werden aber auch keine Argumente genannt, die die sachverständige Expertise in Zweifel ziehen könnten, zumal die wissenschaftlich exakte Bestimmung der Höhe eines der Bewertung zugrunde zu legenden Wachstumsabschlags ohnehin ausgeschlossen ist. Weshalb die Antragsteller die Auffassung vertreten, ein hoher Kapitalisierungszins müsse zwingend mit einem hohen Wachstumsabschlag einhergehen, erschließt sich nicht.

cc) Zu dem Ertragswert hinzuzurechnen ist das nicht betriebsnotwendige Vermögen, d.h. Vermögenswerte, die veräußert werden können, ohne dass dadurch die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird. In Ansatz kommen sämtliche Vermögenswerte, die nicht für die betrieblichen Belange erforderlich sind und deren Wertbeiträge nicht in der Planung reflektiert sind.

Als Sonderwerte hat der gerichtlich bestellte Sachverständige die für den Verkauf vorgesehenen Private Equity Beteiligungen der Gesellschaft sowie den Wert der Optionsscheine aus der in 2012 begebenen Optionsanleihe auf der Ebene der ADC ermittelt (Gutachten S. 146 f.).

Dabei hat er vereinfachungshalber den Wert der Beteiligung an der iVeri und evriPay anhand deren Buchwertes sowie den Wert der RHEAL und der Brainworks anhand bereits vereinbarter Verkaufspreise ermittelt und hierdurch einen Sonderwert der Beteiligungen in Höhe von insgesamt 13,2 Mio. € angesetzt. Den

Wertbeitrag der Optionsscheine hat er mit 6.700 € geschätzt und aufgrund seiner geringen Höhe vernachlässigt.

Gegen dieses Vorgehen ist schon angesichts der relativ geringen Bedeutung der Sonderwerte für den Unternehmenswert der Gesellschaft nichts zu erinnern und maßgebliche Einwände werden von den Beteiligten hiergegen auch nicht geltend gemacht.

c) Entgegen der Ansicht einiger Antragsteller (1999, 2074) ist eine Ausrichtung der Abfindung an dem öffentlichen Angebot vom Juli 2014 nicht zielführend. Vorerwerbspreise sind anders als der Börsenkurs nicht als eine Untergrenze der Abfindung heranzuziehen. So hat der Minderheitsaktionär keinen Anspruch auf eine Abfindung mindestens in Höhe des Vorerwerbspreises (vgl. BVerfGE 100,289, zit. nach juris Rn. 58,59; BGHZ 186,229, zit. nach juris Rn. 31; Senat, Beschluss vom 13. September 2021 – 21 W 38/15, juris Rn 32). Weiterhin kann zwar in Ausnahmefällen ein Vorerwerbspreis die Schätzung des Unternehmenswertes ermöglichen (vgl. dazu Senat, Beschluss vom 13. September 2021 – 21 W 38/15, juris). Vorliegend ist aber kein überzeugender Anhalt dafür ersichtlich, dass der im öffentliche Angebot vom Juli 2014 enthaltene Vorerwerbspreis in Höhe von 10,45 € den tatsächlichen Wert des anteiligen Unternehmenswertes abgebildet hat. Es handelt sich nicht um ein Barangebot, sondern vielmehr um ein Angebot zum Umtausch von ADC Aktien in Aktien der ATMA Muttergesellschaft. Entsprechend ist die Bewertung der Gegenleistung nicht eindeutig. Zudem hatte das Angebot die Erlangung einer Kontrollmehrheit an der ADC zur Bedingung, so dass es vermutlich eine strategisch begründete Kontrollprämie beinhaltete (vgl. Prüfbericht S. 12 f.), auf die der Minderheitsaktionär jedoch keinen Anspruch hat (vgl. BVerfGE 100,289, zit. nach juris Rn. 59).

d) Aus den vorstehenden Erwägungen ergibt sich – wie vom Sachverständigen in seiner schriftlichen Stellungnahme vom 18. Juli 2022 dargelegt – ein anteiliger Unternehmenswert der ADC in Höhe von 10,17 €. Dieser Wert weicht lediglich um 4,63 % von der zuerkannten Abfindung in Höhe von 9,72 € ab. Aufgrund dieser geringen Abweichung ist die zuerkannte Abfindung als angemessen anzusehen

(vgl. dazu etwa Senat, Beschluss vom 26. Januar 2015 – 21 W 26/13, juris Rn. 82; Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15, juris Rn 87; OLG Düsseldorf WM 2019, 1788). So hat der Senat bereits entschieden und ausführlich begründet, dass Abweichungen, die unterhalb von etwa 5 % liegen, in der Regel von den Minderheitsaktionären hinzunehmen sind und insbesondere keiner besonderen Rechtfertigung bedürfen. Sie sind unmittelbarer Ausfluss der Unsicherheit der Unternehmensbewertung und vermögen eine Unangemessenheit der Kompensation nur in seltenen Ausnahmefällen zu begründen (vgl. Senat, Beschluss vom 26. Januar 2015 21 W 26/13, juris Rn 82). Ein solcher Ausnahmefall ist vorliegend nicht erkennbar. Im Gegenteil erweist sich die hier vorliegende Bewertungssituation aufgrund des wirtschaftlichen Engagements der Gesellschaft in verschiedenen Ländern der Subsahara – Region und dem damit eng verbundenen, in der Wirtschaftswissenschaft bislang nicht befriedigend gelösten Problem der Länderrisikoprämie als ausgesprochen komplex, weswegen umso eher eine geringfügige Abweichung als hinnehmbar einzustufen ist und die auf Erhöhung der gewährten Abfindung gerichteten Anträge der Antragsteller zurückzuweisen waren.

e) Einen Anspruch auf die Offenlegung der mit manchen Antragstellern geschlossenen erstinstanzlichen Vergleiche haben die im Verfahren verbliebenen Antragsteller nicht. Ziel des Spruchverfahrens ist ausschließlich die Bestimmung der angemessenen Abfindung. Aus den geschlossenen Teilvergleichen lassen sich keine Anhaltspunkte für den Wert der Aktie zum maßgeblichen Stichtag ableiten. Dies ergibt sich vorliegend bereits daraus, dass eine Einigung nur mit einem kleinen Teil der Antragsteller zustande gekommen ist und grundsätzlich der Abschluss eines gerichtlichen Vergleichs häufig durch viele weitere Motive geprägt ist als allein durch den verobjektivierten Wert des Gesellschaftsanteils.

3. Die Kostenentscheidungen beruhen auf § 15 SpruchG. Die Gerichtskosten des Verfahrens vor dem Landgericht und des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten den Antragstellern aufzuerlegen. Dies gilt auch mit Blick darauf, dass die Anträge erfolglos blieben. Denn allein die

Erfolglosigkeit der Antragstellung und der Beschwerde der Antragsteller ist nicht ausreichend, um von der Ausnahmeregelung des § 15 Abs. 1 SpruchG Gebrauch zu machen, zumal vorliegend der Senat zu einer vom Landgericht abweichenden Entscheidung gelangt ist. Gleichzeitig entspricht es in Anbetracht des Unterliegens der Antragsteller aber auch nicht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller trägt. Vielmehr tragen die Antragsteller wie auch die Antragsgegnerin ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

Die Rechtsbeschwerde ist nicht zuzulassen. Zwar weicht der Senat mit seiner Auffassung zur Rundung des Basiszinses von der Ansicht anderer Oberlandesgerichte ab (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 06.08.2019 - 31 Wx 340, 17 juris, Rn. 50; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015 - 12a W 7/15, juris Rn. 80 und Beschluss vom 15. November 2012 - 12 W 66/06, juris Rn. 149; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012 - I-26 W 8/10, juris Rn. 42). Eine Vorlage der Frage der Zulässigkeit der Rundung an den Bundesgerichtshof kommt gleichwohl schon deshalb nicht in Betracht, weil es sich hierbei um eine tatsächliche Frage der Schätzgrundlage und nicht um eine rechtliche Frage handelt (vgl. bereits Senat, Beschluss vom 20. November 2019 – 21 W 77/14, juris Rn. 57). Gegen die Entscheidung ist mithin kein ordentliches Rechtsmittel gegeben.

Die Festsetzung des Geschäftswertes erfolgt für das gesamte Verfahren einheitlich nach § 74 Abs. 1 Satz 1 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert dem Mindestwert in Höhe von 200.000 €.