

**Leitsatz (amtlich):**

1. Bei der Berechnung des Börsenwerts des Unternehmens im Zuge der Festsetzung der angemessenen Abfindung, die Aktionären aus Anlass einer aktien- oder umwandlungsrechtlichen Strukturmaßnahme zu zahlen ist, ist nicht auf den Durchschnittskurs in einer Referenzperiode vor der Hauptversammlung, sondern auf den nach Umsätzen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs in einer Referenzperiode vor Bekanntgabe der Maßnahme abzustellen.
2. Bei der Berechnung des Ertragswerts des Unternehmens kann der Risikozuschlag für den Zinssatz zur Ermittlung des Barwerts der künftigen Erträge anhand des Capital Asset Pricing Modell (CAPM) bestimmt werden; obwohl die dazu erforderlichen Parameter nicht punktgenau empirisch ermittelt werden können, führt das CAPM nicht zu willkürlichen Ergebnissen oder zu systematisch überhöhten Risikozuschlägen.
3. Wird der Risikozuschlag nach dem CAPM im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung gemäß IDW S1 Stand 18.10.2005 ermittelt, kann eine Marktrisikoprämie i.H.v. 5,5 % nach Steuern angesetzt werden.
4. Wurde ein Betafaktor aufgrund historisch beobachteter Kurse im Zeitraum nach der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme ermittelt, ist er zur Schätzung des künftigen unternehmensspezifischen Risikos grundsätzlich ungeeignet; ebenso wie die Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses muss die Messperiode für die Ermittlung des Betafaktors am Tag der Bekanntmachung der Maßnahme enden.
5. Wird der Risikozuschlag nach dem CAPM ermittelt, ist es methodisch nicht zwingend, den künftigen Betafaktor des Unternehmens auf der Grundlage historischer Kurse der Aktie des Unternehmens zu schätzen; es ist nicht anzunehmen, dass die faktische Beherrschung eines Unternehmens durch einen Mehrheitsaktionär notwendig einen geringen Betafaktor mit geringem Bestimmtheitsmaß zur Folge hat.
6. Der nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG geschuldete feste Ausgleich kann durch Verrentung des im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswerts errechnet werden; angesichts der unterschiedlichen Risikostrukturen von Dividende einerseits und festem Ausgleich andererseits kann dabei ein Mischzinssatz aus dem Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen und dem um den vollen Risikozuschlag erhöhten Kapitalisierungszinssatz verwendet werden.

OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 – 20 W 2/08

Vorinstanz: LG Stuttgart, Beschl. v. 6.3.2008 – 31 O 32/07 KfH AktG

1. Die gegen die Zurückweisung ihres Antrags betreffend den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag durch den Beschluss des LG Stuttgart vom 6.3.2008 – 31 O 32/07 KfH AktG, gerichtete sofortige Beschwerde der Antragstellerin Ziff. 71) wird zurückgewiesen.

2. Im Übrigen werden die sofortigen Beschwerden und Anschlussbeschwerden gegen den Beschluss des LG Stuttgart vom 6.3.2008 – 31 O 32/07 KfH AktG, dem BGH zur Entscheidung vorgelegt.

### **Gründe:**

A. Gegenstand dieses Spruchverfahrens ist die Bestimmung eines angemessenen Ausgleichs und einer angemessenen Abfindung bzw. eines angemessenen Erwerbspreises für die außenstehenden Aktionäre der K. AG (K).

I.1. Das Grundkapital der K beträgt 13.050.752 € Es ist eingeteilt in 5.019.520 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Die Aktien der K waren am Amtlichen Markt an der Wertpapierbörse in F. (General Standard) zugelassen und wurden im Freiverkehr der Börsen in B.-B., D., H. und S. gehandelt (vgl. gemeinsamer Bericht [im Folgenden „GB“, vorgeheftet in Hauptakte VIII], S. 10).

Gegenstand des Unternehmens ist die Entwicklung und Produktion im Bereich Fahrzeugtechnik, insbesondere die Herstellung und der Vertrieb von Fahrzeugen und Zusatzgeräten für Umweltpflege, Natur und Freizeit unter der Marke K. und anderen Marken. Die Geschäftstätigkeit des Unternehmens gliedert sich in die Bereiche „P.“ (kettengeriebene Geländefahrzeuge zur Präparierung von Skipisten und Loipen) und „B. T.“ (Strandreinigungsfahrzeuge). Der Umsatzanteil des Geschäftsbereichs P. beträgt mehr als 90 %, der Umsatzanteil des Geschäftsbereichs B. T. dagegen nur rund 2 %. In beiden Produktbereichen ist die K Weltmarktführer (vgl. Gemeinsamer Bericht des Vorstands der K und der Geschäftsführung der M. GmbH gem. § 293a AktG vom 3.1.2007 [im Folgenden „GB“], S. 11 und 44). Im Bereich der Pistenfahrzeuge beträgt ihr Marktanteil über 60 % (GB S. 46). Die K hält u.a. 100 % der Anteile an der R. GmbH mit Sitz in L.. Die im Geschäftsjahr 2004/2005 erworbene Tochtergesellschaft R. GmbH dient ausschließlich der Vermögensverwaltung durch Anlage von Wertpapieren (GB S. 45).

2. Die M. GmbH (M) erwarb am 21.7.2006 1.884.479 Aktien der K, entsprechend etwa einem Anteil von 37,54 % des Grundkapitals. Damit erlangte sie die Kontrolle i.S.v. § 29 Abs. 2 WpÜG über die K. Am 10.8.2006 bot sie deshalb allen Aktionären der K an, ihre Aktien zum Preis von 23,76 €/je Stückaktie zu erwerben. Durch die Annahme dieses Angebots erhöhte sich die Anzahl der von der M gehaltenen Aktien der K auf 4.472.341 Stückaktien, entsprechend etwa 89,1 % des Grundkapitals der K (GB S. 9). Die übrigen 547.179 Aktien der K befinden sich in Streubesitz.

Durch Verschmelzungsvertrag vom 21.6.2007 wurde die M auf die Antragsgegnerin verschmolzen. Die Verschmelzung wurde am 24.7.2007 im Handelsregister der Antragsgegnerin eingetragen (Bl. V 35; AG1).

3. Die K und die M schlossen am 3.1.2007 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag (AG2, im Folgenden „BGV“), ergänzt durch Vereinbarung vom 15.2.2007, durch den die K die Leitung ihrer Gesellschaft der M unterstellt und sich verpflichtete, ihren ganzen Gewinn entsprechend den Vorschriften des § 301 AktG an die M abzuführen. Der bevorstehende Abschluss des BGV war bereits mit Ad-hoc-Mitteilung vom 15.12.2006 bekannt gemacht worden (GB S. 83, vgl. AG15). Am selben Tag waren die Kennzahlen des Jahresabschlusses 2005/2006 veröffentlicht worden, die über den ursprünglichen Erwartungen lagen.

In § 4 Abs. 1 BGV garantierte die M den außenstehenden Aktionären der K als angemessenen Ausgleich die Zahlung einer wiederkehrenden Geldleistung (Ausgleichszahlung) i.H.v. brutto 2,23 € je Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr abzgl. Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag. In § 5 Abs. 1 BGV verpflichtete sich die M, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der K dessen Aktien gegen eine Barabfindung von 27,77 € je Stückaktie zu erwerben. Dieses Abfindungsangebot wurde im Zuge der Vorlegung des GB durch Vorstand der K und Geschäftsführung der M am 3.1.2007 veröffentlicht.

Zur Entwicklung des Kurses der K-Aktie und ihres Handelsvolumens im Jahr 2006/2007, insbesondere nach dem 15.12.2006 und nach dem 3.1.2007, wird auf die Schaubilder Bl. V 147 Bezug genommen.

4. Im Zuge des Abschlusses des BGV strebten die Verwaltung der K und die M einen Widerruf der Zulassung der Aktien der K am Amtlichen Markt der Wertpapierbörse in F. an (Delisting) (GB S. 14).

Wegen des geplanten Widerrufs der Börsenzulassung der Aktien der K hat die M den übrigen Aktionären der K ein Angebot auf Erwerb der von ihnen gehaltenen Aktien zum Preis von 27,77 € je Stückaktie unterbreitet, das im Anhang der Einladung zur Hauptversammlung der K am 5.1.2007 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht wurde (Bl. V 40; AG5).

5. Der am 3.1.2007 vorgelegte GB enthält in Abschnitt G (GB S. 39 ff.) die von der V. AG, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden „V“) im Auftrag des Vorstands der K erstellte gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der K zum Bewertungsstichtag 16.2.2007 (im Folgenden „Unternehmenswertgutachten V“). Das Unternehmenswertgutachten V – auf das wegen der Einzelheiten der Bewertung verwiesen wird – wurde auf der Grundlage der Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen des Instituts der Deutschen Wirtschaftsprüfer (IDW S1) in der Fassung vom 18.10.2005 anhand des Ertragswertverfahrens erstellt.

Bei der Analyse der Vergangenheitsergebnisse der K stellte die V erhebliche Ergebnisschwankungen fest (GB S. 67, vgl. auch die Entwicklung des Ergebnisses nach Steuern 1995/1996 bis 2005/2006, GB Anlage 1). Die Planung des Unternehmens hielt die V für plausibel. Dabei betonte sie die Abhängigkeit der künftigen Ergebnisse von wetterbedingten Schwankungen und den Auswirkungen des globalen Klimawandels (GB S. 69); wegen der prognostizierten Entwicklung der Gesamtleistungen und der Abschreibungen wird auf GB S. 66 Bezug genommen. Für die Detailplanungsphase (2006/2007 bis 2009/2010) wurde eine Ausschüttungsquote entsprechend 2005/2006 und im Folgenden ein Anstieg der Ausschüttungsquote auf 40 % des Konzernjahresergebnisses unterstellt (GB S. 78). Im Übrigen wurde angenommen, dass das Jahresergebnis in der Detailplanungsphase zur Tilgung des Fremdkapitals und im Jahr 2011/2012 zum Erwerb des bislang geleasteten Betriebsgrundstücks in L. genutzt wird (GB S. 63, 70). Die in der Phase der ewigen Rente erwarteten Erträge wurden – unter Berücksichtigung eines wegen des geplanten Erwerbs des Betriebsgrundstücks erweiterten Prognosemodells – aus den für die Detailplanungsphase prognostizierten Ergebnissen abgeleitet (GB S. 63). Im Einzelnen ergaben sich unter Berücksichtigung der typisierten persönlichen Ertragsteuer auf die ausgeschütteten Ergebnisse nach dem Halbeinkünfteverfahren für die Detailplanungsphase und für die Phase der ewigen Rente die auf GB S. 79 wieder gegebenen Ertragsprognosen.

Die zur Abzinsung der künftig erwarteten Erträge zu verwendenden Kapitalisierungszinssätze wurden periodenspezifisch anhand des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) ermittelt; wegen der einzelnen Zinssätze wird auf GB S. 78 verwiesen. Bei der Bemessung des Risikozuschlags wurde eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern von 5,5 % angenommen (GB S. 73 f.). Zur Ermittlung des das unternehmensspezifische Risiko der K abbildenden Betafaktors wurden von der V historische Betafaktoren der Gesellschaft ermittelt. Der historische Betafaktor der K sei allerdings zur Schätzung ihres künftigen Betafaktors nicht geeignet (GB S. 74). Für Unternehmen einer Vergleichsgruppe (peer group), die Spezialfahrzeuge bzw. Spezialmaschinen herstellen, ermittelte V im Mittelwert einen unverschuldeten Betafaktor von 1,16 (vgl. GB S. 75 f.). Die Betafaktoren der peer group hielt die V zwar im Ergebnis nicht für geeignet, den Betafaktor der K zu schätzen, weil die Vergleichsunternehmen nicht in gleicher Weise von der Wetterentwicklung und dem Klimawandel betroffen seien. Unter Würdigung ihrer sämtlichen Analyseergebnisse einschließlich der Schwankungsbreiten der historischen Ergebnisse des Unternehmens schätzte sie das künftige unverschuldete Beta der K aber auf 1,1, da das operative Risiko der K über dem allgemeinen Marktrisiko liege (GB S. 76). Zur Berücksichtigung der sich im Planungszeitraum durch die Tilgung des Fremdkapitals verändernden Finanzierungsstruktur der K wurde der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens an den in Marktwerten gemessenen Verschuldungsgrad der K angepasst und auf diese Weise für jede Periode ein Betafaktor des verschuldeten Unternehmens ermittelt (GB S. 76).

Nach Abzinsung der prognostizierten Nettozuflüsse errechnete die V einen Barwert zum 30.9.2006 i.H.v. 122.814.000 € den sie zum Bewertungsstichtag 16.2.2007 auf 127.334.000 € aufzinst (GB S. 79). Diesem Ertragswert zum 16.2.2007 wurde der – um fiktive Veräußerungssteuern auf Unternehmensebene verminderte – Wert der von der R. GmbH gehaltenen Aktien der H. AG i.H.v. 6.6.210.853 € hinzugerechnet, der auf der Grundlage des Börsenkurses zum 20.12.2006 ermittelt wurde, da die Aktien kein betriebsnotwendiges Vermögen darstellen (GB S. 80). Insgesamt errechnete die V damit einen Unternehmenswert der K zum 16.2.2007 von 133.545.000 € dies entspricht 26,61 € je Stückaktie (GB S. 81).

Für den Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses des BGV am 15.12.2006 ermittelte die V einen nach Umsätzen gewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der Aktie der K von 27,77 € je Stückaktie (GB S. 83 f., 86). Eine i.S.v. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO fehlende Marktliquidität vermochte die V für diesen Zeitraum nicht festzustellen (GB S. 86). Wegen des geringen Anteils frei handelbarer Aktien sei davon auszugehen, dass die Börsenkurse nach dem 15.12.2006 wesentlich durch die Ankündigung des Abschlusses des BGV beeinflusst seien (GB S. 84).

Den angemessenen Ausgleich ermittelte die V durch eine Verrentung des vollen Unternehmenswerts der K einschließlich des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Dabei verwendete sie nicht den vollen Kapitalisierungszinssatz, sondern einen Mittelwert zwischen diesem und dem Basiszinssatz (Mischzinssatz) von 5,69 % nach typisierten persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner (GB Bl. 88). Dem so gefundenen Ergebnis rechnete sie die auf den Gewinnanteil je Aktie entfallende Körperschaftsteuerbelastung und die typisierten persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner hinzu (GB S. 88). Im Ergebnis errechnete die V einen angemessenen Ausgleich i.H.v. brutto 2,23 € je Stückaktie bzw. netto 1,83 € je Stückaktie (GB S. 89).

6. Auf Antrag der M und der K hat das LG Stuttgart – Az. 31 O 160/06 KfH AktG – durch Beschlüsse vom 24.11.2006 und 3.1.2007 die A. & Partner GmbH, Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, Steuerberatungsgesellschaft, S. (im Folgenden „A“) zum sachverständigen Prüfer gem. § 293c AktG zur Prüfung des BGV, insbesondere der Angemessenheit der anzubietenden Abfindung und des anzubietenden Ausgleichs, sowie zur Prüfung der Angemessenheit des aus Anlass des Delisting abzugebenden Erwerbsangebots bestellt. Der Antrag enthielt neben A zwei weitere Wirtschaftsprüfungsgesellschaften, die zur Prüferbestellung vorgeschlagen wurden (Bl. V 42). A führte seine Prüfungen vom 8.12.2006 bis zum 5.1.2007 durch (vgl. Prüfungsbericht [im Folgenden „PB“ vorgeheftet in Hauptakte VIII], S. 2).

A erachtete die Ermittlung des Unternehmenswerts durch V (PB S. 11, 13) sowie die daraus abgeleiteten Beträge für Abfindung und Ausgleich (PB S. 15, 31) für zutreffend. Die Ertragsprognosen seien nachvollziehbar aus den spezifischen Marktgegebenheiten sowie den unternehmerischen Zielen abgeleitet und plausibel (PB S. 19). Die angesetzte Marktrisikoprämie sei angemessen (PB S. 21). Die Schätzung des unverschuldeten Betafaktors der K durch V auf 1,1 werde durch eigene Berechnungen auf der Basis einer eigenen Vergleichsgruppe aus Spezialfahrzeugbauern bestätigt (PB S. 22). Insgesamt sei ein Risikozuschlag von 6,05 % und dessen Anpassung an die periodenspezifische Entwicklung der Finanzstruktur der K angemessen (PB S. 23).

Die Ermittlung des Börsenkurses durch V erachtete A ebenfalls für sachgerecht (PB S. 29). Im Zeitraum von drei Monaten vor dem 15.12.2006 hätten keine Anhaltspunkte für eine Marktengung vorgelegen, da an rund 97 % aller Börsentage mit Aktien der K gehandelt worden sei. Der nach Umsätzen gewichtete durchschnittliche Börsenkurs der K habe in diesem Zeitraum bei 27,69 € (PB S. 28), nach den Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei 27,77 € gelegen (PB S. 29).

7. Die Hauptversammlung der K am 16.2.2007 hat unter TOP 10 dem BGV sowie unter TOP 11 dem Delisting zugestimmt (Bl. V 39 f.).

Der BGV wurde am 12.3.2007 im Handelsregister der K eingetragen (AG3). Die Eintragung wurde am 13.3.2007 im gemeinsamen Registerportal der Länder bekannt gemacht (Bl. V 39, AG4).

Die F. Wertpapierbörse hat dem Antrag des Vorstands der K auf Widerruf der Börsenzulassung der Aktien der K am 5.4.2007 stattgegeben und diesen Widerruf am selben Tag in der Börsenzeitung veröffentlicht (Bl. V 41, AG6).

II. Die Antragsteller begehren mit Anträgen im Spruchverfahren die Festsetzung einer höheren Kompensation, einerseits im Hinblick auf das Delisting (Antragsteller Ziff. 73), 74), 75)), andererseits im Hinblick auf den BGV (Antragsteller Ziff. 5), 6), 7), 8), 9), 11), 12), 13), 16), 17), 18), 19), 20), 21), 22), 23), 24), 34), 35), 36), 37), 40), 41), 43), 45), 46), 55), 56), 57), 58), 59), 60), 62)) und im Übrigen in Bezug auf beide Maßnahmen. Sie wandten sich im Verfahren vor dem LG sowohl gegen die im Unternehmenswertgutachten V angenommenen Ertragsprognosen als auch gegen die dort verwendeten Kapitalisierungszinssätze. Sie halten den Börsenkurs von 32,61 € als Untergrenze der angemessenen Entschädigung für maßgeblich und kritisieren die Berechnung des Ausgleichs durch das Unternehmenswertgutachten V.

Mit Beschluss vom 6.3.2008 (Bl. VI 371 ff.) hat das LG

I. die Anträge der Antragsteller Ziff. 5), 6), 12), 13), 17) bis 21), 31), 39), 55), 56), 63), 64) und 70) insgesamt sowie

II. die Anträge der Antragsteller Ziff. 3), 4), 38) und 44) soweit sie das Delisting betreffen und

III. den Antrag der Antragstellerin Ziff. 71) soweit er den BGV betrifft

zurückgewiesen. Zugleich hat das LG festgestellt, dass die Anträge der Antragstellerinnen Ziff. 22) und 23) zurück genommen wurden. Zur Begründung führte das LG u.a. aus, dass der den BGV betreffende Antrag der Antragstellerin Ziff. 71) verspätet sei, da die Antragsfrist drei Monate nach der Internetbekanntmachung am 13.3.2007 geendet habe (Bl. VI 383). Die Anträge der Antragsteller Ziff. 3) und 4) betreffend das Delisting, die Anträge der Antragsteller Ziff. 5) und 6), 12) und 13), der Antrag des Antragstellers Ziff. 44) betreffend das Delisting, die Anträge der Antragsteller Ziff. 55) und 56) sowie die Anträge der Antragsteller Ziff. 63) und 64) betreffend BGV und Delisting seien unzulässig, weil die Antragsteller ihre Aktionärserschaft nicht hinreichend nachgewiesen hätten.

Schließlich hat das LG die angemessene Abfindung im Zusammenhang mit dem BGV sowie den angemessenen Angebotspreis in Bezug auf das Delisting auf 31,25 €je Aktie und den angemessenen Ausgleich aufgrund des BGV auf 2,36 €je Aktie abzgl. Körperschaftssteuerbelastung einschließlich Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweiligen gesetzlichen Tarifs festgesetzt. Dabei übernahm es zwar die Bewertung der V, änderte aber die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes in Bezug auf die Marktrisikoprämie und den Betafaktor ab und gelangte so zu einem höheren Ertragswert. Die Marktrisikoprämie entnahm das LG entgegen dem Unternehmenswertgutachten V nicht dem Mittelwert der Empfehlung des IDW (5,5 %), sondern der unteren Grenze dieser Empfehlung (5,0 %) (Bl. VI 393). Den (unverschuldeten) Betafaktor setzte es mangels gesicherter Erkenntnisse mit 1,0 an (Bl. VI 393).

Wegen der Einzelheiten wird auf die angefochtene Entscheidung Bezug genommen.

III.1. Gegen die ihnen zu den nachfolgend genannten Zeitpunkten zugestellte Entscheidung des LG haben folgende Antragsteller sofortige Beschwerde eingelegt:

Antragsteller Ziffer	Zustellung Beschluss LG	Eingang Beschwerde	Fundstelle Akten VII
3)	12.3.2008	26.3.2008	434 ff.
4)	12.3.2008	26.3.2008	434 ff.
12)	11.3.2008	19.3.2008	401
13)	12.3.2008	26.3.2008	413
16)	11.3.2008	19.3.2008	415, 519 ff.
24)	11.3.2008	18.3.2008	414, 643 f.
25)	12.3.2008	26.3.2008	402 ff.
26)	11.3.2008	25.3.2008	459 ff.
27)	11.3.2008	17.3.2008	420, 542 ff.
28)	11.3.2008	17.3.2008	420, 542 ff.
34)	25.3.2008	8.4.2008	476, 466 ff.

35)	25.3.2008	8.4.2008	476, 466 ff.
40)	11.3.2008	25.3.2008	440 ff.
42)	11.3.2008	25.3.2008	407, 632 ff.
44)	10.3.2008	20.3.2008	409 ff.
47)	11.3.2008	20.3.2008	409 ff.
48)		18.3.2008	421, 555 ff.
49)	11.3.2008	18.3.2008	416 ff.
55)	12.3.2008	17.3.2008	428 ff.
62)	10.3.2008	20.3.2008	424 ff.
63)	10.3.2008	20.3.2008	423, 666 ff.
64)	10.3.2008	18.3.2008	422, 670 ff.
71)	10.3.2008	25.3.2008	457, 560
74)	10.3.2008	25.3.2008	457, 586 ff.

Die Antragsgegnerin hat gegen die ihr am 11.3.2008 zugestellte Entscheidung des LG am 25.3.2008 Beschwerde eingelegt (Bl. VII 498 ff.). Sie beantragt, die Anträge sämtlicher Antragsteller – soweit sie nicht als unzulässig zurückgewiesen wurden oder ihre Rücknahme festgestellt wurde – zurückzuweisen (Bl. VII 508).

Folgende Antragsteller haben auf die Beschwerde der Antragsgegnerin hin gegen die ihnen zu den nachfolgend genannten Zeitpunkten zugestellte Entscheidung des LG Anschlussbeschwerde eingelegt:

Antragsteller Ziffer	Zustellung Beschluss LG	Eingang Anschlussbeschwerde	Fundstelle Akten
5)	14.5.2008	20.6.2008	VII 638 ff.
12)	11.3.2008	19.5.2008	VII 526 ff.
13)	12.3.2008	20.5.2008	VII 531 f.
41)	11.3.2008	1.12.2009	VIII 832
43)	10.3.2008	18.4.2008	VII 477 ff.
45)	10.3.2008	21.4.2008	VII 487 ff.
46)	10.3.2008	23.4.2008	VII 512 ff.
52)	11.3.2008	6.11.2009	VIII 823
53)	11.3.2008	12.11.2009	VIII 827 f.
54)	11.3.2008	9.11.2009	VIII 821 f.
57)	10.3.2008	1.12.2009	VIII 832
58)	10.3.2008	1.12.2009	VIII 832
59)	10.3.2008	1.12.2009	VIII 832
61)	10.3.2008	4.1.2009	VII 678 ff.
72)	10.3.2008	18.4.2008	VII 482 ff.
73)	10.3.2008	21.4.2008	VII 492 ff.

Der Antragstellerin Ziff. 5) war der Beschluss durch Einschreiben mit internationalem Rückschein zugestellt worden. Ausweislich des Einlieferungsbelegs war das Einschreiben am 9.5.2008 der Post übergeben worden (Bl. VI vor 235). Nach dem Poststempel des Rückscheins war die Sendung spätestens am 14.5.2008 zugegangen.

Mit Schriftsatz, eingegangen am 5.6.2008, hat sich schließlich der gemeinsame Vertreter gegen den ihm am 11.3.2008 zugestellten Beschluss gewandt. Er beantragt dessen Abänderung zugunsten der außenstehenden Aktionäre (Bl. VII 547 ff.).

Die Antragsgegnerin beantragt, die Beschwerden der Antragsteller Ziff. 12), 13) und 26) sowie des gemeinsamen Vertreters zu verwerfen und die Beschwerden im Übrigen zurückzuweisen (Bl. VII 684).

Der Antragsteller Ziff. 45) ist am 14.3.2009 verstorben (Bl. VII 734 f.). Die im Rubrum genannten Erben sind an seine Stelle getreten (Bl. VIII 825).

2. Die Antragsteller Ziff. 3) und 4) rügen die Zurückweisung ihres Antrags bezüglich des Delistings als unzulässig. Sie haben Bankbescheinigungen vom 13.3.2008 vorgelegt, die bestätigten, dass der Antragsteller Ziff. 3) seit dem 1.3.2007 und die Antragstellerin Ziff. 4) seit dem 12.6.2007 Aktionäre der K waren (Bl. VI 438, 439). Die Antragstellerin Ziff. 5) kritisiert die Zurückweisung ihres Antrags durch das LG als unzulässig. Sie hat eine Bankbescheinigung vom 19.6.2008 vorgelegt, die bestätigt, dass sie am 4.4.2007 Aktionärin der K war (Bl. VII 640, 642).

Die Antragsteller Ziff. 12) und 13) haben ihre oben genannten Beschwerden jeweils durch persönliches Schreiben, ihre Anschlussbeschwerden dagegen durch Anwaltsschriftsatz eingelegt. Sie wenden sich gegen die Zurückweisung ihrer Anträge als unzulässig. Mit seiner sofortigen Beschwerde und seiner Anschlussbeschwerde hat der Antragsteller Ziff. 12) jeweils Bankbescheinigungen vorgelegt, die den Besitz von Aktien der K vom 3.2.2006 bis zum Jahr 2008 bestätigen (Bl. VII 401 f., 528 f.). Der Antragsteller Ziff. 13) hat die Kopie einer Bankbescheinigung vom 19.10.2007 übermittelt, in der bestätigt wird, dass er vom 15.3.2007 bis zum 18.10.2007 Aktionär der K war (Bl. VII 413 f. und VIII 532).

Auch die Antragstellerin Ziff. 44) rügt die Zurückweisung ihres Antrags bezüglich des Delistings, allerdings ohne ihre Beschwerde insoweit zu begründen (Bl. VII 409 ff., 734 ff.). Auf den Hinweis des Senats vom 12.10.2009 (Bl. VIII 762) hat sie ihren Aktienbesitz am 28.6.2007 durch Bankbescheinigung nachgewiesen (Bl. VIII 826).

Die Antragstellerin Ziff. 55) hält die Zurückweisung ihres Antrags als unzulässig mangels hinreichendem Nachweis ihrer Antragsberechtigung für fehlerhaft (Bl. VII 428 ff.). Ergänzend hat sie eine Bankbescheinigung vom 13.3.2008 vorgelegt, in der bestätigt wird, dass sie am 12.6.2007 Aktien der K hielt.

Die Antragstellerin Ziff. 63) und der Antragsteller Ziff. 64) meinen, sie seien nicht verpflichtet gewesen, ihren Aktienbesitz am Tag des Eingangs ihres Antrags bei Gericht nachzuweisen (Bl. VII 667, 671). Im Übrigen hat die Antragstellerin Ziff. 63) eine Erklärung ihres Geschäftsführers, des Antragstellers Ziff. 64), vom 8.7.2008 vorgelegt, in welcher dieser an Eides statt versicherte, dass die Antragstellerin Ziff. 63) seit dem 13.6.2007 Aktionärin der K gewesen sei. Der Antragsteller Ziff. 64) hat auch für sich selbst an Eides statt erklärt, dass er seit dem 13.6.2007 Aktionär der K sei (Bl. VII 673). Auf den Hinweis des Senats vom 12.10.2009 (Bl. VIII 762) haben die Antragstellerin Ziff. 63) und der Antragsteller Ziff. 64) ihren Aktienbesitz zum 13.6.2007 bzw. 18.6.2007 durch Bankbescheinigung nachgewiesen (Bl. VIII 817 ff., 850 ff.).

Die Antragstellerin Ziff. 71) stellt den Beschluss des LG umfassend zur Überprüfung durch den Senat; sie hat ihre Beschwerde allerdings hinsichtlich der Zurückweisung ihres Antrags in Bezug auf den BGV als unzulässig nicht begründet (Bl. VII 560).

Der Vertreter des Antragstellers Ziff. 45) meint, das Verfahren sei durch den Tod seines Mandaten entsprechend § 239 ZPO unterbrochen (Bl. VII 734).

3. Die Antragsteller, die Beschwerde bzw. Anschlussbeschwerde eingelegt haben, begehren eine höhere Festsetzung der Kompensation. Dazu tragen sie u.a. vor:

Die Planungsrechnung des Unternehmens könne nicht übernommen werden, da schon keine gesetzeskonforme Prüfung erfolgt sei (Bl. VII 735). Im Übrigen habe die aktuelle Ertragslage zum 17.2.2007 keinen Eingang in die Planung gefunden (Bl. VII 736). Dass die Planung des Unternehmens zu pessimistisch gewesen sei belege der Umstand, dass die aktuelle Ertragslage des Geschäftsjahres 2008/2009 besser sei als die Planungen (Bl. VIII 824, 828, 830 f.). Das LG gehe weder auf die fehlende Plausibilität der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung sowie Abschreibung ein, noch ordne es eine Neubegutachtung an (Bl. VII 410, 445, 520). Eine Stagnation trotz eines nachhaltigen Abschreibungsaufwands von 5 Mio. Euro sei nicht plausibel (Bl. VII 737). Die Klimaerwärmung werde sich auf den Skisport erst langfristig, d.h. in 50 bis 100 Jahren auswirken (Bl. VII 431). Der Vorstand der K habe in seinem Konzernlagebericht 2004/2005 (vgl. Geschäftsbericht 2004/2005, dort S. 23) den Ausbau der marktführenden Stellung der K trotz verändertem Wettbewerbsumfeld selbst als Unternehmensziel definiert; im Jahr 2005/2006 sei der K trotz rückläufigen Marktvolumens ein Anstieg ihres Absatzes gelungen (Bl. VII 445). Schließlich sei eine Kompensation etwaiger Umsatzrückgänge durch die hohen Wachstumsraten im geografischen Segment „Rest der Welt“ von 142 % im Jahr 2005/2005 und im Segment B. T. von 21 % im Jahr 2006/2007 nicht ausgeschlossen (Bl. VII 446). Die Ertragsprognosen berücksichtigen überdies nicht die alternativen Einsatzmöglichkeiten der P.-Technologie (Bl. VII 681). Allein schon wegen der Inflation müssten die künftigen Erträge der K höher geplant werden (Bl. VII 545). Die Ausschüttungsquote dürfe nicht fiktiv auf 40 % erhöht werden, maßgeblich sei auch in der Phase der ewigen Rente die bisherige unternehmensindividuelle Ausschüttungsquote (Bl. VII 406). Das LG habe verkannt, dass sich die Abkehr von der historischen Ausschüttungsquote der K in der Phase der ewigen Rente nicht zum Vorteil, sondern zum Nachteil der außenstehenden Aktionäre auswirke (Bl. VII 417). In den Jahren 2006/2007 und 2007/2008 seien keine Wertbeiträge aus Thesaurierung zugunsten der Anteilseigner angesetzt worden (Bl. VII 473). Richtigerweise sei zugunsten der außenstehenden Aktionäre zu unterstellen, dass die Erträge zum Erwerb eigener Aktien der K verwendet würden, da auf diese Weise Steuerbelastungen vermieden würden (Bl. V 558).

Mehrere Antragsteller üben grundlegende Kritik an der Anwendung des CAPM (vgl. Bl. VII 447, 561 ff., 744 ff.). Der Antragsteller Ziff. 24) hat dazu ein von einem Wirtschaftsprüfer erstelltes Gutachten vorgelegt, das belege, dass das (Tax-)CAPM wegen seiner vielen Unsicherheiten keine geeignete Schätzgrundlage darstelle und regelmäßig zu überhöhten Risikozuschlägen gelange (Bl. VII 744, 746). Das LG habe die Marktrisikoprämie noch zu hoch angesetzt (Bl. VII 404, 411, 418, 449, 521, 840 ff.). Dabei habe es sich nicht ausreichend mit der Frage auseinandergesetzt, ob das geometrische oder das arithmetische Mittel zugrunde zu legen ist (Bl. VII 405). Entgegen der Auffassung des LG sei der künftige Betafaktor der K nicht zu schätzen, sondern der eigene, vom

Antragsteller Ziff. 49) ermittelte, historische Betafaktor der K zugrunde zu legen (Bl. VII 405). Dabei sei zu bedenken, dass Betafaktoren beherrschter Gesellschaften regelmäßig gering ausfielen (Bl. VII 449); im Übrigen wurde auf das Stichtagsprinzip verwiesen (Bl. VII 449, 513). Das Vorgehen des LG, mangels gesicherter Erkenntnisse einen Betafaktor von 1,0 anzunehmen, sei methodisch unzulässig (Bl. VII 418). Zum einen müsse das LG vor einer solchen Schätzung jedenfalls die gesicherten Erkenntnisse berücksichtigen, wozu gehöre, dass der Betafaktor eines faktisch konzernierten Unternehmens geringer sei als der Durchschnittswert (Bl. VII 418 f., 740). Zum anderen habe das LG verkannt, dass der Durchschnitt aller Unternehmen höher verschuldet sei als die K (Bl. VII 418, 435, 513). Die unternehmensspezifischen Risiken der Klimaerwärmung sowie des verschärften Wettbewerbs seien bereits bei den Ertragsprognosen berücksichtigt und deshalb nicht erneut im Betafaktor zu berücksichtigen (Bl. VII 450, 634). Bei der Annahme eines Wachstumsabschlags von 1 % habe das LG übersehen, dass der Abschlag dem langfristigen qualitativen und quantitativen Wachstum Rechnung trage, das im Fall der K durch den dauerhaft geplanten Aufwand für Forderung und Entwicklung bzw. Abschreibung sichergestellt sei (Bl. VII 412). Angesichts der Bedeutung börsennotierter Aktiengesellschaften für die Volkswirtschaft müssten diese Unternehmen auf lange Sicht parallel zur Gesamtwirtschaft wachsen (Bl. VII 741).

Schließlich wird gerügt, dass die Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform außer Acht gelassen worden seien (Bl. VII 451).

In jedem Fall betrage die angemessene Abfindung mindestens 32,61 € je Aktie, da die Untergrenze der Abfindung durch den Durchschnittskurs der K-Aktie in dem Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung am 16.2.2007 bestimmt werde (Bl. VII 410, 431). Einzelne Antragsteller vertreten die Auffassung, der Referenzzeitraum dürfe erst ab dem Tag der Hauptversammlung beginnen, da die Marktteilnehmer erst zu diesem Zeitpunkt über die zur Bewertung des Unternehmens nötigen Informationen verfügten (Bl. VII 596, VIII 839). Mehrere Antragsteller halten zumindest die Auffassung des Senats, dass auf einen Referenzzeitraum vor Bekanntmachung der beabsichtigten Strukturmaßnahme abzustellen sei, für fehlerhaft; sie verweisen dazu u.a. auf die Feststellung des BVerfG, die Abfindung müsse die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen (Bl. VII 622 ff.). Der höhere Durchschnittskurs im Vergleich zum Dreimonatszeitraum vor dem 15.12.2006 beruhe jedenfalls nicht auf der Erwartung des Abschlusses des BGV (bzw. des Delistings), sondern auf dem Umstand, dass die K am 15.12.2006 zugleich ihre Kennzahlen für das abgeschlossene Geschäftsjahr 2005/2006 bekannt gegeben habe, die mit einem Konzernumsatz von 190,6 Mio. Euro und einem Konzernergebnis nach Steuern von 15,2 Mio. Euro die bislang erzielten Kennzahlen weit übertrafen (Bl. VII 410, 442, VIII 833 f.).

Bei der Ableitung des Ausgleichs dürften Thesaurierungen nach § 304 Abs. 2 AktG nicht berücksichtigt werden (Bl. VII 452). Der vom LG zur Ermittlung der Ausgleichszahlung verwendete Verrentungszinssatz von 5,151 % sei willkürlich gegriffen und unangemessen; stattdessen sei ein höherer Kapitalisierungszinssatz anzusetzen (Bl. VII 406, 419, 635). Zudem habe das LG bei der Ermittlung des Verrentungszinssatzes nicht berücksichtigt, dass der Risikozuschlag im Tax-CAPM nicht und der Basiszinssatz voll versteuert, Ausschüttungen dagegen nach dem Halbeinkünfteverfahren nur zur Hälfte steuerbar seien (Bl. VII 419, ähnlich 452).

4. Die Antragsgegnerin vertritt die Auffassung, die sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziff. 12) und 13) seien unzulässig, da sie nicht von einem Rechtsanwalt unterzeichnet sind. Die deshalb gebotene Verwerfung ihrer Beschwerden könne durch die Einlegung ihrer Anschlussbeschwerden nicht verhindert werden (Bl. VII 686). Die Antragsgegnerin behauptete zudem ursprünglich, die sofortige Beschwerde des Antragstellers Ziff. 26) sei verfristet (Bl. VII 686); auf den Hinweis des Senats vom 12.10.2009 (Bl. VIII 762) hat die Antragsgegnerin allerdings den Eingang der Beschwerde am 25.3.2008 unstreitig gestellt (Bl. VIII 820). Schließlich meint die Antragsgegnerin, dass der Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters vom 5.6.2008 zwar als sofortige Beschwerde zu behandeln, diese aber mangels Beschwerdebefugnis und wegen Verfristung unzulässig sei (Bl. VII 686). Im Übrigen verteidigt die Antragsgegnerin die Entscheidung des LG, soweit Anträge als unzulässig zurückgewiesen wurden.

Die Zurückweisung des Antrags der Antragstellerin Ziff. 5) sei rechtskräftig, da diese keine sofortige Beschwerde eingelegt habe; die von ihr eingelegte Anschlussbeschwerde und die nachgereichte Bankbestätigung änderten daran nichts (Bl. VII 687). Die Antragsberechtigung sei von Amts wegen zu prüfen. Im Übrigen habe sie die Antragsberechtigung aller Antragsteller bestritten, die ihre Aktionärsstellung nicht bezogen auf das Datum ihres Eingangs bei Gericht urkundlich nachgewiesen hätten (Bl. VII 687). Eine Nachreichung von Urkunden sei im Beschwerdeverfahren nur möglich, wenn die Missachtung der vom LG in der mündlichen Verhandlung am 12.2.2008 gesetzten Frist von zehn Tagen genügend entschuldigt sei (Bl. VII 688). Die von den Antragstellern Ziff. 63) und 64) vorgelegten eidesstattlichen Versicherungen stellten keine Urkunden i.S.v. § 3 Satz 3 SpruchG dar (Bl. VII 688).

Die Antragsgegnerin tritt den Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden auch in der Sache entgegen. Die Klimaerwärmung wirke sich auf den Skisport in den Alpen nicht erst in 50 oder 100 Jahren aus. Zwar kämen alternative Verwendungen des P. in Betracht; diese Fälle seien nach Zahlen aber verschwindend gering und beträfen in der Regel Gebrauchtfahrzeuge (Bl. VII 692). Nach den Ergebnissen des Jahres 2006/2007 lägen jetzt auch die Ergebnisse des Jahres 2007/2008 unter den Planannahmen; die Zahlen des Jahres 2007/2008 seien im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass der Weltmarkt im Vergleich zur Vorsaison um 20 % geschrumpft sei (Bl. VII 693). Das bei der Bewertung zu berücksichtigende unternehmensindividuelle Konzept der K habe eine Tilgung von Fremdkapital und den Erwerb des Betriebsgrundstücks vorgesehen; der entsprechende Vorstandsbeschluss sei bereits am 12.12.2006 gefasst worden (Bl. VII 697, AG 28). Die Beibehaltung des bisherigen Leasingaufwands bzw. der Erwerb des Betriebsgrundstücks mit Fremdmitteln hätte wegen höherer Aufwendungen bzw. einem höheren Betafaktor zu einem geringeren Unternehmenswert geführt (Bl. VII 698). Zu Recht habe das LG festgestellt, dass aus den historischen Kapitalmarktdaten der K kein aussagekräftiger eigener Betafaktor abgeleitet werden könne. Unabhängig davon, welche Intervalllängen, Berechnungszeiträume und Indizes man zugrunde lege, seien keine aussagekräftigen Betafaktoren zu ermitteln; dies gelte auch in der Rückschau auf einen längeren Zeitraum in der Vergangenheit (Bl. VII 703 ff.). Die in der Phase der ewigen Rente angesetzten Aufwendungen für Forschung und Entwicklung führten zwar zu Wachstum, aber zu keinem Wachstum oberhalb der Inflationsrate. Dabei sei zu berücksichtigen, dass der Hauptwettbewerber der K diversifiziert aufgestellt sei und den Preiskampf in einer Sparte deshalb mit Erträgen aus einer anderen quersubventionieren könne (Bl. VII 710). Zur Ausräumung von Zweifeln an der Veräußerung der Aktien der V. AG bzw. der A. AG lege die Antragsgegnerin die

entsprechenden Verkaufsabrechnungen vom 3.11.2006 vor (Bl. VII 711, AG 30). Der für die Untergrenze der Abfindung maßgebliche Börsenkurs sei dem Dreimonatszeitraum vor der Bekanntmachung zu entnehmen. Der Dreimonatszeitraum vor der Hauptversammlung sei hier nicht deshalb maßgeblich, weil die K am 15.12.2006 zugleich Ergebniszahlen veröffentlicht hatte. Die Entwicklung des Kurses der K-Aktie in der Vergangenheit belege, dass die Bekanntgabe von normalerweise kursrelevanten Entwicklungen des Geschäfts des Unternehmens durch Ad-hoc-Mitteilungen keinen besonderen Einfluss auf den Kurs der Aktie hatte (Bl. VII 718, V 147 f.).

Mit ihrer sofortigen Beschwerde wendet sich die Antragsgegnerin gegen die Reduzierung der Marktrisikoprämie und des Betafaktors durch das LG ggü. der Unternehmenswertberechnung der V. Die von V angesetzte Marktrisikoprämie sei schon deshalb angemessen, weil es sich um den Mittelwert der vom IDW empfohlenen Bandbreite von 5,0 bis 6,0 % handle. Dies entspreche der Linie der Rechtsprechung des Senats, der bei Zugrundelegung von IDW S1 Stand 28.6.2000 eine Marktrisikoprämie von 4,5 angesetzt habe (Bl. VII 509). Bei Zugrundelegung der Berechnungsmethode des Senats sei hier eine Marktrisikoprämie von 5,79 % anzusetzen (Bl. VII 702, VI 342). Der Ansatz eines unverschuldeten Betafaktors von 1,0 durch das LG werde den Besonderheiten des Falls nicht gerecht. Das Geschäft der K sei durch besondere Umstände geprägt, die bereits jeder für sich und erst Recht in ihrem Zusammentreffen zu einem deutlich über dem Durchschnitt liegenden Risiko führten (Bl. VII 509). Zu diesen Risiken gehörten insbesondere, dass die K ein Ein-Produkt-Unternehmen sei, dass es sich um einen Luxusguthersteller handle und vor allen Dingen, dass ihr Geschäft extrem wetterabhängig sei (Bl. VII 509). Jedenfalls sei trotz der vom LG vorgenommene Änderung einzelner Parameter beim Kapitalisierungszinssatz keine höhere Festsetzung von Abfindung bzw. Ausgleich geboten, da Abweichungen in einer Größenordnung von bis zu 10 % als noch vertretbare Bandbreite anzusehen seien, die keine Korrektur der festgelegten Kompensationen verlangten (Bl. VII 510). Demnach sei zumindest die Erhöhung des Ausgleichs von 2,23 €brutto auf 2,36 €brutto nicht gerechtfertigt, zumal der festgelegte Ausgleich zugunsten der außenstehenden Aktionäre das nicht betriebsnotwendige Vermögen berücksichtige.

5. Der gemeinsame Vertreter und die Antragstellerin Ziff. 71) treten der Auffassung der Antragsgegnerin zur Zulässigkeit der Beschwerde des gemeinsamen Vertreters entgegen. Der gemeinsame Vertreter ist der Auffassung, er sei auch ohne die Erhebung einer eigenen zulässigen Beschwerde Beteiligter des Beschwerdeverfahrens und könne das Verfahren nach § 6 Abs. 3 SpruchG fortführen sowie eigene Anträge stellen, wenn sämtliche Antragsteller ihre Beschwerden zurücknahmen (Bl. VII 757). Darüber hinaus stehe ihm ein eigenständiges Beschwerderecht zu (Bl. VII 758). Auf eine Beschwerde des gemeinsamen Vertreters komme es nicht an, da dieser ohnehin keine eigenen Rechte geltend mache (Bl. VII 754). Angesichts seiner von der Erhebung einer Beschwerde unabhängigen Beteiligung im Beschwerdeverfahren meint der gemeinsame Vertreter, er könne eine sofortige Beschwerde auch nach Ablauf der Beschwerdefrist einlegen; jedenfalls sei seine Beschwerde aber als Anschlussbeschwerde zulässig (Bl. VII 759).

Der gemeinsame Vertreter stellt die Richtigkeit der Ertragsprognosen mit dem Hinweis in Frage, dass die Antragsgegnerin nicht wirtschaftlich vernünftig handle, wenn sie die außenstehenden Aktionäre trotz schlechter Ertragsaussichten abfinde (Bl. VII 549). Mit den von ihm in erster Instanz angeführten Studien habe sich das LG bei der Festsetzung der Marktrisikoprämie nicht auseinandergesetzt (Bl. VII 550). Der Renditevorsprung von Aktien gegenüber risikolosen Wertpapieren betrage höchstens 2 %

(Bl. VII 551). Der vom LG angenommene Betafaktor sei zu hoch. Die historische Betrachtung der K-Aktie im Vergleich zum S-DAX belege ein im Vergleich zum Marktdurchschnitt niedrigeres Risiko. Das niedrigere Risiko der K folge insbesondere aus ihrer hohen Eigenkapitalquote und ihrer guten Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit (Bl. VII 551). Der Wachstumsabschlag sei mindestens mit 2 % anzusetzen (Bl. VII 552); der Referenzzeitraum für die Ermittlung des Börsenkurses sei nicht vor dem 15.12.2006, sondern vor dem 17.2.2007 anzusetzen (Bl. VII 552 ff.).

6. Wegen des übrigen Vortrags der Beteiligten wird auf die im Beschwerdeverfahren gewechselten Schriftsätze und das Protokoll der mündlichen Verhandlung am 9.12.2009 (Bl. VIII 866 ff.) verwiesen.

B. Die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller sind nach Auffassung des Senats zulässig (dazu unten AA.) und insoweit begründet, als sie sich gegen die Zurückweisung ihrer Anträge als unzulässig wegen formaler Mängel richten, die im Beschwerdeverfahren nachgebessert wurden (dazu unten BB. II). Unbegründet ist dagegen die sofortige Beschwerde der Antragstellerin Ziff. 71) gegen die Zurückweisung ihres Antrags in Bezug auf den BGV als unzulässig (dazu unten BB. I.), sie war deshalb zurückzuweisen.

Die zulässige sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin ist nach Auffassung des Senats begründet, soweit sie sich gegen die Festsetzung des Ausgleichs durch das LG wendet; insoweit sind die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller unbegründet (dazu unten CC. III.). Entsprechendes gilt für die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller, soweit sich diese gegen eine zu niedrige Festsetzung der angemessenen Abfindung in Bezug auf den BGV bzw. des angemessenen Erwerbspreises in Bezug auf das Delisting durch das LG wenden, bzw. soweit sich die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin gegen die Festsetzung höherer als die von der M angebotenen Beträge durch das LG wendet (dazu unten CC. II.).

Entscheidend ist in diesem Zusammenhang die Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses als Untergrenze der angemessenen Entschädigung. Insoweit möchte der Senat von der Rechtsauffassung des BGH abweichen.

Aus diesem Grund sind die Rechtsmittel – soweit sie nicht wegen Unzulässigkeit der Anträge als unbegründet zurück zu weisen sind (dazu unten BB. I.) – insgesamt dem BGH zur Entscheidung vorzulegen.

AA. Die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller und die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin sind zulässig.

I. Gegen die Zulässigkeit der sofortigen Beschwerde der Antragsgegnerin sowie der sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziff. 3) und 4), 16), 24), 25), 27), 28), 34) und 35), 40), 42), 44), 47), 48), 49), 55), 62), 63), 64), 71) und 74) bestehen keine Bedenken; sie wurden insbesondere form- und fristgerecht eingelegt.

1. Dahin gestellt bleiben kann in diesem Zusammenhang die Frage, wann dem Antragsteller Ziff. 48) der Beschluss des LG vom 6.3.2008 zugestellt wurde, da seine sofortige Beschwerde jedenfalls am 18.3.2008 und damit binnen zwei Wochen ab dem frühest möglichen Zustellungszeitpunkt eingegangen ist.

2. Auch der Antragsteller Ziff. 26) hat fristgerecht sofortige Beschwerde eingelegt. Dem Antragsteller Ziff. 26) wurde die Entscheidung des LG am 11.3.2008 zugestellt. Die Beschwerdefrist endete daher mit Ablauf des 25.3.2008. Die auf den 25.3.2008 datierte Beschwerdeschrift ist zwar auf dem Postweg erst am 27.3.2009 beim Beschwerdegericht eingegangen. Entgegen der ursprünglichen Behauptung der Antragsgegnerin wurde die Beschwerdeschrift dem Beschwerdegericht aber noch am 25.3.2008 per Telefax übermittelt. Dies hat die Antragsgegnerin ausdrücklich unstreitig gestellt (Bl. VIII 820).

II. Die von den Antragstellern Ziff. 41), 43), 45), 46), 52), 53), 54), 57), 58), 59), 61), 72) und 73) eingelegten Anschlussbeschwerden sind ebenfalls zulässig. Da das Spruchverfahren ein echtes Streitverfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit darstellt, ist eine Anschlussbeschwerde entsprechend § 567 Abs. 3 ZPO statthaft (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 25/05, AG 2007, 453 = ZIP 2007, 250 [juris Rz. 4]). Zwar ist auch hier ein Anschlussrechtsmittel nur als Anschließung des Rechtsmittelgegners an ein vom Verfahrensgegner eingelegtes Rechtsmittel möglich, um die Waffengleichheit in Verfahren herzustellen, in denen wegen des Verbots der reformatio in peius sonst keine Korrektur zugunsten des Rechtsmittelgegners möglich wäre (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 25/05, AG 2007, 453 = ZIP 2007, 250 [juris Rz. 5]). Die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin stellt aber jedenfalls für diejenigen Antragsteller ein anschlussfähiges Rechtsmittel dar, deren Anträge vom LG nicht als unzulässig zurückgewiesen wurden, also für die Antragsteller Ziff. 41), 43), 45), 46), 52), 53), 54), 57), 58), 59), 61), 72) und 73).

III. Im Ergebnis zulässig sind auch die Rechtsmittel der Antragsteller Ziff. 5), 12) und 13), obwohl das LG ihre Anträge als unzulässig zurückgewiesen hat.

1. Zwar sind die sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziff. 12) vom 19.3.2008 (Bl. VII 401) sowie Ziff. 13) vom 26.3.2008 (Bl. VII 413) bei isolierter Betrachtung unzulässig; die Antragstellerin Ziff. 5) hat innerhalb der Beschwerdefrist keine sofortige Beschwerde eingelegt.

a) Im Fall der Antragsteller Ziff. 12) und 13) wurde die innerhalb der Beschwerdefrist eingegangene Beschwerdeschrift jeweils entgegen § 12 Abs. 1 Satz 2 SpruchG nicht von einem Rechtsanwalt, sondern von den Antragstellern persönlich unterzeichnet. Die Unterzeichnung durch einen Rechtsanwalt ist indessen – ebenso wie im Fall der nach dem allgemeinen Recht der freiwilligen Gerichtsbarkeit von einem Rechtsanwalt zu unterzeichnenden weiteren Beschwerde (vgl. dazu Meyer-Holz in Keidel, FGG, 15. Aufl., § 29 Rz. 11) – Voraussetzung für die Wirksamkeit der Beschwerdeeinlegung (vgl. Wilske in KölnKomm/SpruchG, § 12 Rz. 28).

b) Die Antragstellerin Ziff. 5) hat keine sofortige Beschwerde eingelegt; die Frist zur Einlegung der sofortigen Beschwerde ist ihr gegenüber vor Eingang ihrer Anschlussbeschwerde abgelaufen. Der Beschluss des LG wurde der Antragstellerin Ziff. 5) gem. §§ 183 Abs. 1 Satz 2, 1068 Abs. 1 ZPO i.V.m. Art. 14 der Verordnung (EG) Nr. 1393/2007 wirksam durch Einschreiben mit Rückschein zugestellt. Aus dem Poststempel des Rückscheins folgt, dass ihr die Entscheidung spätestens am 14.5.2008 zugegangen ist.

2. Die Antragsteller Ziff. 12) und 13) haben aber – ebenso wie die Antragstellerin Ziff. 5) – dennoch in zulässiger Weise Rechtsmittel eingelegt, weil sie als Gegner der Beschwerde der Antragsgegnerin formelle Beteiligte des Beschwerdeverfahrens sind und als solche Anschlussbeschwerde erheben können.

a) Legt der Antragsgegner sofortige Beschwerde gegen eine ihn beschwerende Sachentscheidung des LG ein, richtet sich diese gegen diejenigen Antragsteller, zugunsten derer die Sachentscheidung erging. Zwar wird der im allgemeinen Recht der freiwilligen Gerichtsbarkeit geltende Grundsatz, dass jeder materiell Beteiligte auch formell am Verfahren zu beteiligen ist, im Spruchverfahren durch die gesetzlich geregelten Antrags- und Beschwerde Voraussetzungen beschränkt (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 25/05, AG 2007, 453 = ZIP 2007, 250 [juris Rz. 7 f.]). Beteiligte des Beschwerdeverfahren sind daher grundsätzlich nur die Antragsteller, die ihr Beschwerderecht form- und fristgerecht wahrgenommen haben (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 25/05, AG 2007, 453 = ZIP 2007, 250 [juris Rz. 10]). Der Anspruch auf Gewährung rechtlichen Gehörs gebietet aber darüber hinaus die formelle Beteiligung derjenigen Antragsteller als Beschwerdegegner, die im Fall einer Beschwerde der Antragsgegnerin Gefahr laufen, dass das ihnen günstige Ergebnis der erstinstanzlichen Entscheidung zu ihrem Nachteil geändert wird (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 25/05, AG 2007, 453 = ZIP 2007, 250 [juris Rz. 11]). Dies gilt vor dem Hintergrund des § 13 Satz 2 SpruchG allerdings nicht nur für diejenigen Antragsteller, deren Anträge das LG als zulässig angesehen hat, sondern auch für diejenigen, deren Anträge es als unzulässig zurückgewiesen hat.

b) Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass die Antragsteller, deren Anträge vom LG als unzulässig zurückgewiesen wurden, ausdrücklich nicht vom Beschwerdeantrag der Antragsgegnerin umfasst waren, da die Antragsgegnerin über die aus der Gestaltungswirkung der Entscheidung folgende Wirkung ihrer Beschwerde nicht disponieren kann. Auch kann sich die Antragsgegnerin nicht darauf berufen, dass die Anträge in erster Instanz rechtskräftig zurückgewiesen wurden. Solange aufgrund der Beschwerde der Antragsgegnerin Anschlussbeschwerden möglich sind – das gilt für die übrigen Antragsteller, deren Anträge als unzulässig zurückgewiesen wurden, mangels einer § 524 Abs. 2 Satz 2 ZPO vergleichbaren Vorschrift bei § 567 Abs. 3 ZPO bis zum Abschluss des Verfahrens, konnte die Zurückweisungsentscheidung noch nicht in Rechtskraft erwachsen.

3. Die bei isolierter Betrachtung formunwirksamen sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziff. 12) und 13) (vgl. oben 1. a)) sind nicht zu verwerfen, da sie gemeinsam mit ihren zulässigen Anschlussbeschwerden als einheitliche Rechtsmittel anzusehen sind. Wenn dies schon für eine verfristete Berufung gilt, die in eine Anschlussberufung umzudeuten ist (vgl. BGH v. 1.10.1986 – IVb ZB 83/86, FamRZ 1987, 154 [juris Rz. 3]; zustimmend Heßler in Zöllner, 27. Aufl., § 522 Rz. 5), muss dies erst Recht für eine ausdrücklich eingelegte Abschlussberufung und dementsprechend für eine Anschlussbeschwerde gelten.

IV. Nicht zu entscheiden ist die zwischen der Antragsgegnerin und dem gemeinsamen Vertreter sowie der Antragstellerin Ziff. 71) umstrittene Frage der Beschwerdebefugnis des gemeinsamen Vertreters. Der Schriftsatz des gemeinsamen Vertreters vom 5.6.2008 (Bl. VII 547 ff.) ist schon nicht als eigene Beschwerde des gemeinsamen Vertreters anzusehen. Zwar hat der gemeinsame Vertreter in seinem Schriftsatz nicht nur zu den Beschwerden der Antragsgegnerin und der Antragsteller Stellung genommen, sondern selbst eine Erhöhung der vom LG festgesetzten Kompensation zugunsten der Antragsteller beantragt. Der Schriftsatz ist aber weder als Beschwerde bezeichnet, noch setzt seine Berücksichtigung im Beschwerdeverfahren voraus, dass er als Beschwerde behandelt wird. Der gemeinsame Vertreter ist ohne Einlegung einer eigenen Beschwerde im Beschwerdeverfahren jedenfalls dann formell beteiligt, wenn die Antragsgegnerin eine sofortige Beschwerde eingelegt hat (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 25/05, AG 2007, 453 = ZIP 2007, 250 [juris Rz. 10]).

V. Entgegen der Auffassung seines Prozessbevollmächtigten hat der Tod des Antragstellers Ziff. 45) das Beschwerdeverfahren – auch beschränkt auf seine Anschlussbeschwerde – nicht unterbrochen. Die §§ 239 ff. ZPO sind in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit grundsätzlich nicht anzuwenden (vgl. Meyer-Holz in Keidel, FGG, 15. Aufl., Vorb §§ 8–18 Rz. 4). Selbst wenn man die Anwendbarkeit der §§ 239 ff. ZPO unterstellte, träte im Fall des Todes eines anwaltlich vertretenen Beteiligten keine Unterbrechung entsprechend § 239 Abs. 1 ZPO ein; allenfalls wäre das Verfahren auf Antrag des Verfahrensbevollmächtigten entsprechend § 246 Abs. 1 ZPO auszusetzen.

BB. Die Beschwerde der Antragstellerin Ziff. 71) ist allerdings unbegründet, soweit sie sich gegen die Zurückweisung des auf den BGV bezogenen Antrags richtet (dazu unten I.).

Die Beschwerden der Antragsteller Ziff. 3) und 4), 5), 12), 13), 44), 55), 63) und 64) sind dagegen nach Auffassung des Senats begründet, soweit sie sich gegen die Zurückweisung ihrer Anträge durch das LG als unzulässig richten (dazu unten II.).

I. Den auf den BGV bezogenen Antrag der Antragstellerin Ziff. 71) hat das LG zu Recht als unzulässig zurückgewiesen, da er erst nach Ablauf der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG bei Gericht einging; insoweit ist die sofortige Beschwerde der Antragstellerin Ziff. 71) zurück zu weisen. Die Antragsfrist endete am 13.6.2007, der Antrag ging bei Gericht erst am 27.6.2007 ein. Maßgeblich für den Fristbeginn ist der Tag, an dem die Eintragung des Bestehens des BGV im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht wurde. Entscheidend ist dabei nach der ausdrücklichen Regelung des Art. 61 Abs. 4 Satz 4 EGHGB nur die primäre Veröffentlichung in dem von der Landesjustizverwaltung bestimmten elektronischen Informations- und Kommunikationssystem, nicht jedoch die bis zum 31.12.2008 übergangsweise vorgesehene ergänzende Veröffentlichung.

II. Offen bleiben kann, ob das LG die Anträge der Antragsteller Ziff. 3), 4) und 44) bezüglich des Delisting sowie die Anträge der Antragsteller Ziff. 5), 12), 13), 55), 63) und 64) zu Recht wegen unzureichenden Nachweises ihrer Antragsberechtigung als unzulässig zurückgewiesen hat. Die betreffenden Antragsteller haben ihre Anträge jedenfalls im Beschwerdeverfahren in zulässiger Weise nachgebessert.

1. Da der Nachweis nach § 3 Satz 3 SpruchG nicht innerhalb der Antragsfrist geführt werden muss (vgl. BGHZ 177, 131 [juris Rz. 13]; OLG Stuttgart v. 13.9.2004 – 20 W 13/04, AG 2005, 301 = ZIP 2004, 1907 [juris Rz. 8]; OLG Düsseldorf v. 9.2.2005 – I-19 W 12/04, ZIP 2005, 1369 [juris Rz. 13]), ist eine Nachholung im Beschwerdeverfahren nicht von vornherein ausgeschlossen. Einer Nachholung im Beschwerdeverfahren steht hier auch § 10 SpruchG nicht entgegen. Angesichts des Umfangs der aufgrund der zulässigen Anträge zahlreicher Antragsteller zu prüfenden Fragen betreffend die Angemessenheit der Kompensation wird das Verfahren durch die Nachreichung von Bankbescheinigungen in der Beschwerdeinstanz nicht verzögert.

2. Zwischenzeitlich liegt von allen betroffenen Antragstellern ein ordnungsgemäßer Nachweis vor.

a) Bereits mit ihren Beschwerden haben die Antragsteller Ziff. 3) (Bl. VII 438), 4) (Bl. VII 439), 5) (Bl. VII 642), 12 (Bl. VII 401 f., 530), 13) (Bl. 413 f., 533) und 55) (Bl. VII 433) ihren Aktienbesitz

zum maßgeblichen Datum ordnungsgemäß nachgewiesen. Die Antragstellerin Ziff. 44) hat einen entsprechenden Nachweis auf den Hinweis des Senats nachgereicht (Bl. VIII 826).

b) Die Antragsteller Ziff. 63) und 64) haben zwar zunächst nur eidesstattliche Versicherungen des Antragstellers Ziff. 64) vorgelegt, die als eigene Erklärung des Antragstellers bzw. seines gesetzlichen Vertreters keine zur Führung des Nachweises nach § 3 Satz 3 SpruchG geeigneten Urkunden sind (vgl. zu den zulässigen Nachweismitteln Krieger in Lutter, UmwG, 3. Aufl., Anhang I SpruchG § 3 Rz. 9; Simmler in Bürgers/Körber, AktG, Anh. § 306 SpruchG § 3 Rz. 17). Auf den Hinweis des Senats haben sie aber ordnungsgemäße Bankbescheinigungen nachgereicht (Bl. VIII 817 ff., 850 ff.).

CC. Soweit ihre Anträge nicht weiterhin unzulässig sind (dazu oben BB. I.), sind die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller nach Auffassung des Senats unbegründet, soweit sie einen höheren als den vom LG festgesetzten Ausgleich fordern; die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin ist dagegen begründet, soweit sie sich gegen die Festsetzung des Ausgleichs durch das LG richtet (dazu unten III.)

Entsprechendes gilt nach der Auffassung des Senats für die sofortigen Beschwerden bzw. Anschlussbeschwerden der Antragsteller sowie die sofortige Beschwerde der Antragsgegnerin in Bezug auf die Festsetzung der angemessenen Abfindung bzw. des angemessenen Erwerbspreises. Insoweit beruht die Auffassung des Senats jedoch auf einer von der Auffassung des BGH abweichenden Meinung zur Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des als Untergrenze der angemessenen Entschädigung maßgeblichen Börsenkurses, weshalb der Senat nicht abschließend entscheiden kann, sondern die Rechtsmittel dem BGH zur Entscheidung vorzulegen hat (dazu unten II.).

I. Grundlage für die Festsetzung der Kompensation sind im Fall des BGV §§ 304, 305 AktG und im Fall des Delisting die Macrotron-Entscheidung des BGH (BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 = MDR 2003, 515 = AG 2003, 273).

1. Ein BGV muss nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG einen angemessenen Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Als Ausgleichszahlung ist nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte. Ist der im BGV bestimmte Ausgleich nicht angemessen, so hat das Gericht nach § 304 Abs. 3 Satz 3 AktG auf Antrag den vertraglich geschuldeten Ausgleich zu bestimmen.

2. Außer der Verpflichtung zum Ausgleich muss ein BGV nach § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Vertragsteils enthalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Als Abfindung muss der Vertrag eine Barabfindung vorsehen, wenn – wie hier – der andere Vertragsteil eine GmbH ist (§ 305 Abs. 2 Nr. 3 AktG). Die angemessene Barabfindung muss nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen, in diesem Fall also zum 16.2.2007. Ist die im BGV bestimmte Barabfindung

nicht angemessen, so hat das Gericht nach §§ 305 Abs. 4 Satz 4, 304 Abs. 3 Satz 3 AktG auf Antrag die vertraglich geschuldete Barabfindung zu bestimmen.

3. Für den Fall des Widerrufs der Börsenzulassung auf Antrag des Vorstands der Gesellschaft nach entsprechender Ermächtigung durch die Hauptversammlung (reguläres Delisting) sind die Minderheitsaktionäre zu schützen, indem ihnen mit dem Beschlussantrag ein Pflichtangebot über den Kauf ihrer Aktien durch die Gesellschaft oder durch den Mehrheitsaktionär vorgelegt wird; dabei muss der angebotene Erwerbspreis dem vollen Anteilswert entsprechen (vgl. BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 [= MDR 2003, 515 = AG 2003, 273juris Rz. 31] „Macrotron“). Ob dies zutrifft, muss in einem gerichtlichen Verfahren überprüft werden können (vgl. BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 [= MDR 2003, 515 = AG 2003, 273juris Rz. 32] „Macrotron“). Für eine solche Überprüfung können die Vorschriften über das Spruchverfahren entsprechend angewandt werden (vgl. BayObLGZ 2004, 346 [juris Rz. 36]; BayObLGZ 2004, 200 [juris Rz. 22]).

II. Im Rahmen der Überprüfung der Angemessenheit der im Hinblick auf den BGV angebotenen Abfindung und des im Hinblick auf das Delisting angebotenen Erwerbspreises (im Folgenden wird in beiden Fällen vereinfachend von einer „Abfindung“ gesprochen) ist bezüglich der Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses als Untergrenze der angemessenen Abfindung eine Vorlage an den BGH gem. § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG erforderlich; die Bestimmung der Referenzperiode ist hier entscheidungserheblich.

1. Die angemessene Abfindung richtet sich hier nach dem Börsenkurs, der nach der – mit dem LG übereinstimmenden – Auffassung des Senats mit 27,77 € anzusetzen ist; dies entspricht dem von der M angebotenen Betrag.

a) Da sowohl das Gebot der Angemessenheit der Barabfindung nach § 305 Abs. 1 AktG als auch die Rechtsprechung zum Pflichtangebot beim regulären Delisting dem Schutz der außenstehenden bzw. der Minderheitsaktionäre (im Folgenden einheitlich als „außenstehende Aktionäre“ bezeichnet) dienen, denen das Ausscheiden aus der Gesellschaft ermöglicht werden soll, bestimmt sich die angemessene Abfindung in beiden Fällen nach dem Grenzpreis, zu dem der Aktionär bei einer freiwilligen Desinvestitionsentscheidung ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden könnte (vgl. BGH v. 4.3.1998 – II ZB 5/97, BGHZ 138, 136 [= AG 1998, 286juris Rz. 9]; OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 23]; OLG Stuttgart v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, AG 2009, 707 = ZIP 2009, 1059 [juris Rz. 208]; Hüffer, 8. Aufl. 2008, § 305 AktG Rz. 18).

Dieser Wert kann grundsätzlich sowohl nach fundamentalanalytischen Methoden, etwa dem Ertragswertverfahren, als auch nach marktorientierten Methoden, etwa anhand des Börsenkurses, ermittelt werden (vgl. OLG Stuttgart v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, AG 2009, 707 = ZIP 2009, 1059 [juris Rz. 216]).

Dabei darf nach der Rechtsprechung des BVerfG für die Fälle, in denen nach dem Aktiengesetz eine Barabfindung für die Entziehung oder eine vergleichbare Beeinträchtigung des Aktieneigentums zu leisten ist, allerdings der Börsenkurs nicht unberücksichtigt bleiben. Er bildet – weil und soweit er dem Verkehrswert der Aktie entspricht – den gesuchten Grenzpreis ab (vgl. OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 33]) und soll deshalb in der Regel

auch die Untergrenze der Abfindung darstellen; diese vom BVerfG am Fall eines BGV entwickelte Vorgabe (vgl. BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 [= AG 1999, 566 m. Anm. Vetterjuris Rz. 63] „DAT/Altana“) gilt auch im Fall der Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung wegen eines regulären Delisting im Spruchverfahren, da der BGH die Verpflichtung zur Abgabe eines Erwerbsangebots in diesem Fall ausdrücklich aus der vorgenannten Rechtsprechung des BVerfG abgeleitet hat (vgl. BGHZ 153, 47 [juris Rz. 25, 32] „Macrotron“).

b) Gegen die Berücksichtigung des Börsenkurses kann hier nicht eingewandt werden, dass ihm wegen einer Marktengke keine Aussagekraft zukomme. Nach den Prüfungen der V war die Aktie der L jedenfalls im Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses eines BGV am 15.12.2006 nicht i.S.v. § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO illiquide (GB S. 86). Die Antragsgegnerin tritt der Berücksichtigung des Börsenkurses auch nicht grundsätzlich entgegen.

c) Die konkrete Festsetzung der angemessenen Abfindung hängt allerdings davon ab, wie der Börsenkurs ermittelt wird. Der nach Handelsvolumen gewichtete Durchschnittskurs der K-Aktie weist je nachdem, welche Referenzperiode man wählt, erhebliche Unterschiede auf. Nach den Berechnungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht betrug der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor der Hauptversammlung am 16.2.2007 32,61 € derjenige der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung der Absicht des Abschlusses eines BGV am 15.12.2006 dagegen nur 27,77 €. Der Senat möchte unter Abweichung von der Rechtsauffassung des BGH auf den letztgenannten Durchschnittskurs abstellen.

aa) Das BVerfG hat im Zuge seiner Rechtsprechung zur Berücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung klargestellt, dass nicht der Tageskurs zum Bewertungsstichtag maßgeblich sei, sondern auf einen Durchschnittskurs zurückgegriffen werden könne; zwar müsse die angemessene Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Bewertungsstichtag berücksichtigen, zu den danach maßgeblichen Verhältnissen gehöre aber nicht nur der Tageskurs, sondern auch ein auf diesen Tag bezogener Durchschnittskurs (vgl. BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 [= AG 1999, 566 m. Anm. Vetterjuris Rz. 69] „DAT/Altana“).

Der BGH hat sich vor diesem Hintergrund aus Gründen der Rechtssicherheit für das Abstellen auf einen Durchschnittskurs ausgesprochen (BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [= AG 2001, 417juris Rz. 24] „DAT/Altana“). Dabei ging er allerdings davon aus, dass der Durchschnittskurs auf den Bewertungsstichtag zu beziehen und aus Kursen zu bilden sei, die zum Bewertungsstichtag in größtmöglicher Nähe liegen; nicht zuletzt wegen dieses Nähegebots entschied er sich auf eine Vorlage des OLG Düsseldorf hin für eine Referenzperiode unmittelbar vor dem Bewertungsstichtag (BGHZ 147, 108 [juris Rz. 24] „DAT/Altana“), also vor der Hauptversammlung (vgl. §§ 305 Abs. 3 Satz 2, 327b Abs. 1 Satz 1, 320b Abs. 1 Satz 5 AktG). Dem haben sich die OLG ganz überwiegend angeschlossen (vgl. OLG Frankfurt v. 2.11.2006 – 20 W 233/93, AG 2007, 403 [juris Rz. 9]; OLG Düsseldorf v. 31.1.2003 – 19 W 9/00 AktE, NZG 2003, 588 [juris Rz. 47 ff.]; OLG Karlsruhe v. 5.5.2004 – 12 W 12/01, AG 2005, 45 = ZIP 2004, 2330 [juris Orientierungssatz 2]; OLG Hamburg, NZG 2002, 189 [juris Rz. 45]; OLG München v. 11.7.2006 – 31 Wx 41, 66/05, ZIP 2006, 1722 [juris Rz. 20]; trotz Abweichung im Einzelfall grundsätzlich auch KG v. 16.10.2006 – 2 W 148/01, NZG 2007, 71 [juris Rz. 40]).

Die Literatur steht der Rechtsprechung des BGH allerdings kritisch gegenüber (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 235; Hüffer, 8. Aufl. 2008, § 305 AktG Rz. 24e; Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 1079; Veil in Spindler/Stilz, AktG, § 305 Rz. 54; zu weiteren Nachweisen vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 21]).

bb) Der Senat möchte von der Rechtsauffassung des BGH abweichen und auf einen Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe abstellen. Maßgeblich für diese, bereits mit Vorlagebeschluss vom 16.2.2007 (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 16 und 21]) dargestellte Auffassung sind insbesondere folgende Überlegungen:

(1) Das Abfindungsangebot ist nach § 293a Abs. 1 Satz 1 AktG bereits in den Vertragsbericht aufzunehmen und gem. § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG vom Vertragsprüfer zu prüfen. Vertragsbericht und Prüfungsbericht müssen nach § 293 f. Abs. 1 Nr. 3 AktG zum Zeitpunkt der Einberufung der Hauptversammlung bereits fertig gestellt sein. Bedenkt man, dass die Hauptversammlung nach § 123 Abs. 1 AktG mindestens dreißig Tage im Voraus einzuberufen ist, können die Kurse für ein Drittel einer dreimonatigen Referenzperiode bis zur Festlegung des Abfindungsangebots noch gar nicht bekannt sein, wenn man die Referenzperiode erst am Tag der Hauptversammlung enden lässt (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 22]). Diese Schwierigkeiten bei der Festlegung des Abfindungsbetrages provozieren unnötige gerichtliche Auseinandersetzungen (vgl. OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 56]).

(2) Neben diesen praktischen Überlegungen ist zu bedenken, dass der Börsenkurs durch die Bekanntgabe der bevorstehenden Maßnahme und insbesondere durch die Bekanntgabe der zu erwartenden Abfindung wesentlich beeinflusst wird (vgl. Weber, ZGR 2004, 280, 284 f. mit praktischen Beispielen; KG v. 16.10.2006 – 2 W 148/01, ZIP 2007, 75 [juris Rz. 36 ff.]; Bungert, BB 2001, 1163, 1165 f.; Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 1079; OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 59]).

(2.1) Nach dem von den Antragstellern nicht bestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin zur Entwicklung von Kurs und Handelsvolumen der K-Aktie (Bl. V 147) stieg die Zahl der gehandelten Aktien, die zuletzt am 7.12.2006 noch unter 10.000 gelegen hatte, nach der Bekanntgabe am 15.12.2006 sprunghaft auf fast 24.000 an; der zuvor seit dem Pflichtangebot der M vom August 2006 zwischen 27 und 28,50 €pendelnde Kurs stieg am 15.12.2006 auf 32,50 € an. Nach Fertigstellung des gemeinsamen Berichts und Bekanntgabe des Abfindungsangebots am 3.1.2007 kam es erneut zu einem deutlichen Anstieg des zwischenzeitlich wieder gesunkenen Handelsvolumens auf gut 26.000 Aktien; der Kurs stieg auf 34,09 € Entsprechende Entwicklungen zeigen sich auch in anderen Fällen (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 24]; OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 59]).

(2.2) Bei diesen Entwicklungen handelt es sich nicht um außergewöhnliche Tagesausschläge, die nach der Rechtsprechung des BGH bei der Ermittlung des Durchschnittskurses (vgl. BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [= AG 2001, 417]juris Rz. 24) „DAT/Altana“) zu bereinigen wären (zu den Problemen bei der Umsetzung einer solchen Bereinigung vgl. Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 339), sondern um Marktmechanismen, die auf dem

Kalkül der Marktteilnehmer beruhen (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 23, 26]; OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 61]).

Dem kann nicht entgegen gehalten werden, die beschriebene Entwicklung beruhe auf einer Vorwegnahme von Synergieeffekten durch die Marktteilnehmer, deren Berücksichtigung hinzunehmen sei (vgl. BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [= AG 2001, 417] juris Rz. 25 f.) „DAT/Altana“). Hiergegen spricht, dass die Entwicklung von Kurs und Handelsvolumen nach der Bekanntgabe einer Abfindungsansprüche begründenden Maßnahme nicht mehr nur auf Erwartungen in Bezug auf die – durch Synergieeffekte beeinflussten – künftigen Unternehmenserträge beruht, sondern wesentlich auf der Erwartung, im Zuge der Umsetzung der Maßnahme eine Abfindung zu erhalten.

Die Bedeutung der Abfindungserwartungen für die Kursbildung belegt hier der Umstand, dass der mit der Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses eines BGV bereits gestiegene Kurs nach der Bekanntgabe der Höhe der angebotenen Abfindung nochmals deutlich anstieg, bevor er sich auf einem darüber liegenden Niveau zwischen 33,90 und 34,95 € stabilisierte, weil zu dem als sicherer Sockel betrachteten Abfindungsangebot von 27,77 € die Erwartung hinzukam, im Wege eines Spruchverfahrens eine höhere Festsetzung der Abfindung bzw. im Vergleichswege eine pauschale Kostenerstattung zu erhalten (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 24 f.]; OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 44]; OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 59]). Auch institutionelle Anleger investieren aus solchen Gründen gezielt in Aktien, für die Strukturmaßnahmen zu erwarten oder schon bekannt gegeben sind (vgl. Kocher/Widder, Der Konzern 2007, 351, 353).

(2.3) Nach der Ankündigung einer Strukturmaßnahme spiegeln die Kurse nicht mehr die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf den künftigen Unternehmenswert wider; es besteht nur noch ein Markt für Abfindungswerte (vgl. Adolf, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 339). Wird der Börsenkurs nach der Bekanntgabe der geplanten Maßnahme demnach wesentlich von der erwarteten Höhe der Abfindung beeinflusst, so kann er nicht seinerseits Grundlage für die Bemessung der angemessenen Abfindung durch die Gerichte sein; andernfalls käme es zu einem Zirkelschluss (vgl. OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 45]; OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 59]; ebenso Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 338 f.).

(3) Für das Abstellen auf den Referenzzeitraum vor Bekanntgabe spricht schließlich, dass sich zwar nicht der Gesetzgeber, aber der Ordnungsgeber im Zuge der ausdrücklichen Regelung der vergleichbaren Frage der Bestimmung des Referenzzeitraums für die Ermittlung des Börsenkurses zur Festlegung eines angemessenen Angebotspreises bei Angeboten nach dem WpÜG für den nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs eines dreimonatigen Referenzzeitraums entschieden hat, der vor der Veröffentlichung des die Pflicht zur Abgabe eines Angebots auslösenden Kontrollerwerbs liegt (vgl. § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG i.V.m. § 5 Abs. 1 Satz 1 WpÜG AngebotsVO; für ein Abstellen auf den nach Wertpapierübernahmerecht ermittelten Durchschnittskurs auch OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 65 ff.]).

(4) Zwar hat der BGH die Frage des Referenzzeitraums auf den Vorlagebeschluss des Senats hin (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 59]) nicht

entschieden, weil die Beschwerdeführer im dortigen Verfahren ihre Beschwerden zurückgenommen haben (vgl. OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 48]). Die Auffassung des Senats ist in der Literatur aber auf Zustimmung gestoßen (vgl. Hüffer, 8. Aufl. 2008, § 305 AktG Rz. 24e; Kocher/Widder, Der Konzern 2007, 351; Wilsing/Goslar, EWiR 2007, 225; Winter, EWiR 2007, 235; Just/Lieth, NZG 2007, 444; Schenk in Bürgers/Körper, AktG, § 305 Rz. 27; Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, § 305 Rz. 105). Das OLG Düsseldorf hat sich die Auffassung des Senats jüngst im dortigen Vorlagebeschluss vom 9.9.2009 zu Eigen gemacht (OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 50]); der BGH hat über diese Vorlage indessen bislang noch nicht entschieden.

cc) Der Senat möchte abweichend von der Auffassung des BGH nicht auf den Durchschnittskurs unmittelbar vor der Hauptversammlung, sondern auf den Durchschnittskurs vor Bekanntgabe abstellen, hier also auf den nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurs von drei Monaten vor dem 15.12.2006. Die im hiesigen Verfahren vorgebrachten Argumente geben keinen Anlass, von der bisherigen Auffassung des Senats abzurücken.

(1) Der Umstand, dass am 15.12.2006 neben der Absicht des Abschlusses eines BGV auch die ggü. den bisherigen Erwartungen deutlich höheren Erträge des Geschäftsjahres 2005/2006 bekannt gemacht wurden bzw. dass sich im selben Zeitraum auch der MDAX positiv entwickelte, widerlegt die Argumentation des Senats nicht.

(1.1) Zwar ist der MDAX nach dem 15.12.2006 ebenfalls deutlich angestiegen. Der MDAX ist aber als Bezugsindex für die Aktie der K nicht geeignet, da er im Gegensatz zum CDAX lediglich 50 Werte – vorwiegend aus klassischen Branchen – umfasst, die in der Rangliste nach Marktkapitalisierung des Streubesitzes und des Börsenumsatz unmittelbar auf die Werte des DAX folgen.

(1.2) Zwar ist nicht völlig auszuschließen, dass die Bekanntgabe der Ergebnisse des Geschäftsjahres 2005/2006 für die weitere Entwicklung des Börsenkurses der K-Aktie mitursächlich war.

Müssen die außenstehenden Aktionäre aber aufgrund der Bekanntgabe des Bestehens eines BGV davon ausgehen, dass sie von künftig steigenden Erträgen des Unternehmens nur im Rahmen einer Garantiedividende oder einer Abfindung profitieren werden, ist nicht die Erwartung der künftigen Erträge, sondern die Erwartung des BGV und der damit einhergehenden Kompensationsleistungen für die Kauf- bzw. Verkaufsentscheidungen der Marktteilnehmer entscheidend.

Zu beachten ist außerdem, dass nach dem in der Sache unbestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin (Bl. VI 148) in der Vergangenheit die Bekanntgabe von im Normalfall kursrelevanten Unternehmensmitteilungen keinen besonderen Einfluss auf den Kurs der K-Aktie gehabt hat, insbesondere die Bekanntgabe der positiven Prognose für das Geschäftsjahr 2005/2006 vom 9.2.2006 und die Erhöhung der Gewinnprognose am 12.5.2006 keine vergleichbaren Entwicklungen zur Folge hatten (Bl. V 148).

(2) Auch die vor allen Dingen von der Antragstellerin Ziff. 74) im Beschwerdeverfahren vorgetragene Argumente (vgl. Bl. VII 586–630) greifen nicht durch.

(2.1) Aus der Entscheidung des BVerfG vom 29.11.2006 können keine Argumente gegen die Auffassung des Senats abgeleitet werden. Zwar hat das BVerfG dort festgestellt, dass die

Rechtsprechung des BGH und anderer OLG nicht gegen die Verfassung verstößt (vgl. BVerfG v. 29.11.2006 – 1 BvR 704/03, AG 2007, 119 = ZIP 2007, 175 [juris Rz. 15] „Siemens/Nixdorf“). Dies bedeutet aber nicht, dass sie verfassungsrechtlich geboten und die abweichende Auffassung des Senats verfassungswidrig wäre.

(2.2) Fehl geht die Auffassung der Antragstellerin Ziff. 74), dass der Bewertungsstichtag innerhalb der Referenzperiode liegen müsse (Bl. VII 598). Dass nach Auffassung des BVerfG ein auf den Stichtag bezogener Durchschnittskurs gebildet werden kann (vgl. BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 [= AG 1999, 566 m. Anm. Vetterjuris Rz. 69] „DAT/Altana“), bedeutet nicht, dass die Referenzperiode den Stichtag selbst umfassen muss. Entscheidend ist vielmehr, dass der hypothetische Desinvestitionserlös zum Stichtag geschätzt wird. Dabei muss die der Schätzung zugrunde liegende Datenbasis nur in größtmöglicher zeitlicher Nähe zum Stichtag liegen (vgl. die Formulierung in BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [= AG 2001, 417]juris Rz. 24] „DAT/Altana“; in diesem Sinne ausdrücklich auch Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 338).

(2.3) Dem Hinweis des Senats, dass die Einbeziehung der Kurse im unmittelbaren Vorfeld der Hauptversammlung unpraktikabel sei, kann nicht entgegen gehalten werden, dass sich die Praxis mit Vorbehaltsklauseln und – durch einen Anstieg des Börsenkurses bis zum Tag der Hauptversammlung bedingten – Erhöhungsangeboten behilft, die gegebenenfalls nach § 124 Abs. 4 Satz 2 AktG als bekanntmachungsfreie Ergänzungsanträge zur Hauptversammlung eingebracht werden können (Bl. VII 614 f.). Die angeführten Praxisbeispiele belegen lediglich die mangelnde Praktikabilität des Abstellens auf einen Zeitraum unmittelbar vor der Hauptversammlung; dass die betroffenen Gesellschaften dennoch versuchen, entsprechende Vorgaben umzusetzen, folgt aus ihrem Bemühen, den sichersten Weg zu wählen. Auch dieses Vorgehen ist für die Gesellschaften allerdings mit Risiken verbunden; nicht auszuschließen ist beispielsweise, dass Berichtsmängel gerügt werden (vgl. Wasmann, BB 2007, 680, 681).

(2.4) Soweit die Antragstellerin Ziff. 74) betont, die Kursentwicklungen nach Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme seien nicht als Marktmanipulationen anzusehen (Bl. VII 621 f.), verkennt sie die Argumentation des Senats. Der Senat geht gerade nicht davon aus, dass es sich um Manipulationen einzelner oder mehrerer Marktteilnehmer handelt, sondern um die Folge von auf der Hand liegenden Marktmechanismen (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 23]). Auch wenn keine Manipulationen anzunehmen sind, spricht gegen die Berücksichtigung dieser Marktmechanismen bei der Bestimmung des für die Untergrenze der angemessenen Abfindung maßgeblichen Börsenkurses, dass in den durch sie gebildeten Kursen nicht mehr die Auffassung der Marktteilnehmer zum künftigen Unternehmenswert zum Ausdruck kommt, sondern nur noch Abfindungserwartungen. Dies bestätigt die Antragstellerin Ziff. 74) letztlich selbst, indem sie feststellt, dass bei Durchführung eines Spruchverfahrens regelmäßig eine Erhöhung der Abfindung um 10 bis 20 % zu erwarten sei (Bl. VII 625).

(2.5) Fehl geht die Auffassung der Antragstellerinnen Ziff. 74) und 75), für die Bemessung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung komme es gerade auf die Entwicklung des Kurses nach Bekanntgabe des Abfindungsangebots an, weil diese für eine „richtige“ Preisbildung durch die im Verhältnis zum Mehrheitsaktionär unter Informationsdefiziten leidenden Marktteilnehmer

entscheidend und den außenstehenden Aktionären ohne diese Information keine sinnvolle Entscheidung über das „ob“ einer Desinvestition möglich sei (Bl. VII 587, 595). Dieser Auffassung liegt eine Fehleinschätzung des Verhältnisses von Börsenwert einerseits und von durch fundamentalanalytische Methoden wie der Ertragswertmethode ermitteltem Unternehmenswert andererseits zugrunde. Der fundamentalanalytisch ermittelte Unternehmenswert ist nicht der an sich „richtige“ oder „innere“ Wert, ohne dessen Kenntnis die Marktteilnehmer keinen „richtigen“ Börsenkurs bilden können. Der Ertragswert ist lediglich ein mithilfe anderer Methoden gefundener Wert (vgl. OLG Stuttgart v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, AG 2009, 707 = ZIP 2009, 1059 [juris Rz. 216]). Dabei versuchen fundamentalanalytische Bewertungsmethoden, einen Preisbildungsprozess am Markt zu simulieren und nicht umgekehrt (vgl. OLG Stuttgart v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, AG 2009, 707 = ZIP 2009, 1059 [juris Rz. 219]). Im Übrigen ist zu beachten, dass die Ermittlung des Börsenkurses nicht dazu dient, dem Aktionär eine Informationsgrundlage für seine Entscheidung über das „ob“ einer freiwilligen Desinvestition zu gewährleisten, sondern nur sicherstellen soll, dass er bei einer „erzwungenen“ Desinvestition jedenfalls den Verkehrswert erhält, den er auch bei einer freiwilligen Desinvestition erhalten hätte. Soweit § 293 f. Abs. 1 Nr. 3 AktG im Vorfeld der Hauptversammlung die Auslegung von Berichten zur Information der Aktionäre anordnet, soll diesen damit keine Entscheidung über eine freiwillige Desinvestition ermöglicht werden, sondern die sinnvolle Ausübung ihrer Mitgliedschaftsrechte in der Hauptversammlung (vgl. Hüffer, AktG, 8. Aufl. 2008, § 293 f. Rz. 1).

(2.6) Zu Unrecht bestreitet die Antragstellerin Ziff. 74) schließlich die Vergleichbarkeit der Ermittlung des Börsenkurses im Rahmen des Wertpapierübernahmerechts einerseits und bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen, die eine Entziehung oder eine vergleichbare Beeinträchtigung des Aktieneigentums mit sich bringen, andererseits (vgl. Bl. VII 617). Der Ermittlung des Angebotspreises nach § 31 WpÜG i.V.m. § 5 WpÜG-AngebotsVO kommt über § 39a Abs. 3 WpÜG auch Bedeutung für die Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zu. Danach bemisst sich unter bestimmten Voraussetzungen die angemessene Abfindung der übrigen Aktionäre beim wertpapierübernahmerechtlichen Squeeze-out nach dem gem. § 5 WpÜG-AngebotsVO ermittelten Durchschnittskurs (vgl. dazu ausführlich OLG Stuttgart v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, AG 2009, 707 = ZIP 2009, 1059 [juris Rz. 220 ff.]).

(2.7.) Gegen eine spätestens mit Bekanntgabe der Strukturmaßnahme endende Referenzperiode lässt sich nicht einwenden, der Mehrheitsaktionär könne die Kurse zu Lasten der außenstehenden Aktionäre manipulieren. Im hier zu entscheidenden Fall ist nicht ersichtlich, dass die M die Kurse der K-Aktie manipuliert hätte, um die von den außenstehenden Aktionären zu beanspruchende Kompensation zu verringern. Im Gegenteil ist der Kurs der K-Aktie seit Anfang 2006 angestiegen, insbesondere nach dem Pflichtangebot der M im August und nach der Ankündigung des BGV im Dezember (vgl. Bl. V 147). Die Ankündigung vom 15.12.2006 wurde zudem zügig umgesetzt und bereits am 3.1.2007 durch ein konkretes Angebot unterlegt. Ob im Einzelfall besondere Umstände für eine Berücksichtigung der Kurse nach der Bekanntgabe sprechen können – etwa wenn zwischen Ankündigung und Umsetzung einer Strukturmaßnahme geraume Zeit vergeht – oder ob es umgekehrt geboten sein kann, die Referenzperiode bereits vor einem mit der Strukturmaßnahme zu einer Gesamtmaßnahme verbundenen, deren Ankündigung aber vorausgehenden Pflichtangebot enden zu lassen (vgl. dazu OLG Düsseldorf, I-26 W 13/06 (AktE) [juris Rz. 67]), ist hier nicht zu entscheiden. Gleiches gilt für die Frage, ob die Referenzperiode zur Ermittlung eines repräsentativen Kurswerts im Einzelfall über

drei Monate hinaus auszudehnen ist, etwa weil in den Dreimonatszeitraum außerordentliche Ereignisse fallen, die den Durchschnittskurs verzerren.

(2.8) Nicht nachvollziehbar ist schließlich die Rüge von Verstößen gegen die EMRK und die UN Menschenrechtscharta (Bl. VII 627 ff.). Ein Verstoß gegen die vorgenannten Bestimmungen wäre allenfalls dann anzunehmen, wenn die Auffassung des Senats gegen das Gebot der Festsetzung einer Abfindung verstieße, die dem vollen Verkehrswert der Aktie entspricht. Dies ist aus den vorgenannten Gründen aber nicht der Fall.

2. Angesichts der Abweichung der Auffassung des Senats von der Auffassung des BGH und der diesem folgenden OLG sind die Rechtsmittel – soweit sie nicht wegen Unzulässigkeit der Anträge als unbegründet zurückzuweisen sind (dazu oben BB. I.) – gem. § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG dem BGH zur Entscheidung vorzulegen.

a) Für das hiesige Verfahren sind § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG in der bis zum 31.8.2009 geltenden Fassung weiterhin anzuwenden.

Zwar ordnete Art. 112 Abs. 1 FGG-Reformgesetz das Außerkrafttreten des FGG zum 1.9.2009 an. Auch ordnete der dortige Art. 42 Nr. 4. Buchst. b) die Aufhebung des bisherigen § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG an mit der Folge, dass künftig über den durch Art. 42 Nr. 6 neu gefassten § 17 Abs. 1 SpruchG in Divergenzfällen die im durch Art. 1 erlassenen FamFG neu vorgesehene Zulassungsrechtsbeschwerde (§ 71 Abs. 1 und Abs. 2 Satz 1 Nr. 2 FamFG) eingreift. Nach den in Art. 111 Abs. 1 Satz 1 enthaltenen Übergangsbestimmungen zum FGG-Reformgesetz (zuletzt geändert durch Gesetz vom 3.4.2009, BGBl. I, 700) gelten aber für die am 1.9.2009 anhängigen Verfahren die alten Vorschriften weiter (ebenso Preuß, NZG 2009, 961 in Fußnote 2).

Aus der unveränderten Regelung des § 17 Abs. 2 Satz 2 SpruchG lässt sich nicht ableiten, dass zumindest im Rechtsmittelverfahren das neue Recht anzuwenden ist. Einerseits ist der Anwendungsbereich dieser Übergangsvorschrift auf das Inkrafttreten des Spruchverfahrensneuordnungsgesetzes beschränkt, andererseits wurden die Beschwerden, über die hier zu entscheiden ist, sämtliche vor Inkrafttreten des FGG-Reformgesetzes eingelegt. Aus der im Gesetzgebungsverfahren ergänzten Vorschrift des Art. 111 Abs. 1 Satz 2 FGG-Reformgesetz lässt sich für das im Rechtsmittelverfahren anwendbare Recht ebenfalls nichts ableiten, da die Bestimmung lediglich der Klarstellung dient, dass Abänderungs-, Verlängerungs- und Aufhebungsverfahren in der freiwilligen Gerichtsbarkeit als selbständige Verfahren anzusehen sind (vgl. BT-Drucks. 16/9733, 389); dies gilt für das Beschwerdeverfahren indessen nicht.

b) Die Entscheidungserheblichkeit der Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses entfällt nicht wegen Geringfügigkeit der Differenz, die sich bei Anwendung der Auffassung des BGH ggü. dem Angebot der M ergibt. Zwischen dem Angebot der M i.H.v. 27,77 € und dem nach der Auffassung des BGH maßgeblichen Börsenkurs i.H.v. 32,61 € liegen nahezu 5 €, die Abweichung liegt damit deutlich über der in der Literatur diskutierten und auch von der Antragsgegnerin angeführten Geringfügigkeitsschwelle von 10 %.

c) Die Entscheidungserheblichkeit entfällt auch nicht wegen eines den Börsenkurs übersteigenden Ertragswerts je Aktie. Der im Ertragswertverfahren ermittelte anteilige Unternehmenswert je Aktie der

K (dazu näher unten 3.) ist geringer als der Börsenkurs der K-Aktie. Dies gilt entgegen der Auffassung des LG nicht nur für den Börsenkurs, der anhand einer Referenzperiode von drei Monaten vor der Hauptversammlung ermittelt wird, sondern auch für denjenigen Börsenkurs, der nach der vom Senat für richtig erachteten Referenzperiode von drei Monaten vor dem 15.12.2006 ermittelt wird.

3. Der im Ertragswertverfahren ermittelte anteilige Unternehmenswert der K je Aktie beträgt entsprechend dem Unternehmenswertgutachten V und entgegen der Auffassung des LG nur 26,61 €

a) Die hier von der V zur Ermittlung des Unternehmenswerts der K durchgeführte, von A nicht beanstandete, fundamentalanalytische Bewertung nach dem Ertragswertverfahren begegnet keinen methodischen Bedenken; eine Neubegutachtung ist nicht erforderlich.

aa) Die Ertragswertmethode ist als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (BGH, NJW 2003, 3272, 3273; OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 30]; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126; BayObLG v. 28.10.2005 – 3Z BR 71/00, AG 2006, 41 = NZG 2006, 156; Hüffer, 8. Aufl. 2008, § 305 AktG Rz. 19), verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, AG 1999, 566 m. Anm. Vetter = NJW 1999, 3769, 3771) und wurde von den Antragstellern als geeignete Methode auch nicht in Frage gestellt.

(1) Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären zukünftig zufließenden Erträge der K zu schätzen (dazu im Einzelnen unten b)) und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz (dazu im Einzelnen unten c)) abzuzinsen; der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens ist hinzuzurechnen (vgl. dazu unten d)).

(2) Dabei ist zur Wertermittlung nach § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft am Tag der Hauptversammlung am 16.2.2007 abzustellen (Bewertungsstichtag). Der Bewertungsstichtag für die Überprüfung der Angemessenheit des Pflichtangebots beim Delisting ist zwar gesetzlich nicht geregelt. Vor dem Hintergrund, dass der Widerruf der Börsenzulassung hier bereits kurze Zeit nach dem Ermächtigungsbeschluss der Hauptversammlung am 5.4.2007 veröffentlicht und mit Ablauf des 5.7.2007 wirksam wurde, hat das LG aber zu Recht angenommen, dass auch im Zusammenhang mit dem Delisting auf den Tag der Hauptversammlung abzustellen ist. Hierfür spricht einerseits, dass das Abfindungsangebot bereits mit dem Beschlussantrag im Vorfeld der Hauptversammlung vorzulegen ist (vgl. BGH v. 25.11.2002 – II ZR 133/01, BGHZ 153, 47 [= MDR 2003, 515 = AG 2003, 273juris Rz. 31] „Macrotron“), und andererseits, dass auch bei anderen Maßnahmen, die Abfindungsansprüche der Minderheitsaktionäre auslösen, auf die Beschlussfassung durch die Hauptversammlung abgestellt wird (vgl. §§ 327b Abs. 1 Satz 1, 320b Abs. 1 Satz 5, 305 Abs. 3 Satz 2 AktG).

(3) Bei der fundamentalanalytischen Wertermittlung ist im Rahmen der Tatsachenfeststellung in Spruchverfahren § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung in diesem Bereich naturgemäß nur eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung und keine punktgenaue Messung sein kann (vgl. auch § 738 Abs. 2 BGB, § 260 Abs. 2 Satz 3 AktG). Das folgt vor allem aus dem heute allgemein anerkannten Grundsatz, dass eine Unternehmensbewertung notwendigerweise auf Prognosen über künftige Entwicklungen gestützt werden muss, von denen es nicht nur eine Richtige gibt und die im seltensten Fall auch so wie vorhergesagt eintreffen.

bb) Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller bedarf es keiner umfassenden Neubewertung durch einen gerichtlichen Sachverständigen.

(1) Die Unternehmenswertermittlung der V wurde von der gem. § 293c Abs. 1 Satz 1 AktG durch das LG zum Vertragsprüfer bestellten A ordnungsgemäß geprüft. Dabei bezog sich der Prüfungsauftrag ausdrücklich nicht nur auf die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensationsleistungen nach §§ 304, 305 AktG, sondern auch auf die gesetzlich nicht geregelte Überprüfung der Angemessenheit des Erwerbsangebots im Zuge des Delisting. Die Unabhängigkeit der A wurde durch den Umstand, dass sie – neben anderen – vom Vorstand der K vorgeschlagen wurde, nicht beeinträchtigt. Zwar bestimmt § 293c Abs. 1 Satz 1 AktG, dass der Prüfer vom Gericht nicht nur zu bestellen, sondern auch auszuwählen ist. Auch soll die gerichtliche Prüfung dem Eindruck der Nähe von Prüfer und Geprüftem entgegen wirken (so die Begründung zu des § 293 Abs. 1 Satz 1 AktG, BT-Drucks. 15/371, 18). Durch Vorschläge der Vorstände der am BGV beteiligten Gesellschaften wird die Unabhängigkeit der allein dem Gericht obliegenden Auswahl- bzw. Bestellungsentscheidung aber nicht tangiert (BGH v. 18.9.2006 – II ZR 225/04, AG 2006, 887 = ZIP 2006, 2080 [juris Rz. 13]).

(2) Der Umstand, dass der Prüfungsbericht der A und das Unternehmenswertgutachten der V zeitlich teilweise parallel erstellt wurden, ist nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart v. 3.12.2003 – 20 W 6/03, AG 2004, 105 = NZG 2004, 146 [juris Rz. 21 ff.]; OLG Stuttgart, NZG 2007, 114 [juris Rz. 26]; BGH v. 18.9.2006 – II ZR 225/04, AG 2006, 887 = ZIP 2006, 2080 [juris Rz. 14]). Auch inhaltlich lässt der Prüfungsbericht der A keine Mängel erkennen. Zwar hat der Vertragsprüfer auch die Angemessenheit der vorgeschlagenen Kompensation zu prüfen (vgl. § 293e Abs. 1 Satz 2 AktG). Das bedeutet aber nicht, dass er das Unternehmen nochmals vollständig neu zu bewerten hätte. Vielmehr hat er zu beurteilen, ob die angewendeten Methoden der Unternehmensbewertung sowie die getroffenen Prognose- und Wertungsentscheidungen vertretbar waren und den Regeln einer ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung entsprachen (vgl. zum parallel zu behandelnden Fall des Verschmelzungsprüfungsberichts Lutter/Drygala in Lutter, UmwG, 4. Aufl., § 9 Rz. 11; Müller in Kallmeyer, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rz. 19; Mayer in Widmann/Mayer, UmwG, § 9 Rz. 33).

(3) Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller, die Vorlage der Unternehmensplanung sowie der Arbeitspapiere von V und A anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die für die A als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfer P. und W. haben das Ergebnis ihrer Prüfungen im Prüfungsbericht nachvollziehbar dargestellt und bei ihrer Vernehmung durch das LG im Termin am 12.2.2008 als sachverständige Zeugen ergänzend erläutert. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im gemeinsamen Bericht wieder gegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere der V oder der A weitere, für die Entscheidung des Senats erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich.

b) Bei der Prognose der den Aktionären der K zukünftig zufließenden Beträge ist das LG im Ergebnis zu Recht dem von A nicht beanstandeten Unternehmenswertgutachten der V gefolgt.

aa) Ausgangspunkt für die Schätzung der den Aktionären zukünftig zufließenden Beträge durch die V war die eigene Planung der K.

Die konsolidierten Prognoserechnungen für den Detailplanungszeitraum wurden vom Vorstand der K unter Anwendung der International Financial Reporting Standards (IFRS) im Dezember 2006 aufgestellt. Sie basieren auf einer vom Aufsichtsrat der K am 13.7.2006 genehmigten Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2006/2007, die grundsätzlich in einem bottom-up Planungsprozess erstellt wurde (vgl. GB S. 62).

Zwar war zum Zeitpunkt der Unternehmensbewertung durch V – anders als am 13.7.2006 – das Geschäftsjahr 2005/2006 bereits abgeschlossen worden mit der Folge, dass sich aus dem Jahresabschluss neue Erkenntnismöglichkeiten ergaben. Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller bedeutet dies aber nicht, dass das positive Ergebnis des Geschäftsjahres 2005/2006 bei der Unternehmensbewertung nicht berücksichtigt worden wäre. Der vom Aufsichtsrat genehmigte Budgetplan wurde nämlich im Dezember 2006 aktualisiert. Auf dieser Grundlage erfolgte die Mittelfristplanung für die weiteren Jahre der Detailplanungsphase (GB S. 62). Die aktualisierte und in ihrem Detaillierungsgrad erhöhte Planung wurde vom Vorstand der K am 15.12.2006 verabschiedet.

bb) Zu beachten ist, dass bei der Tatsachenfeststellung zur Unternehmensbewertung im Spruchverfahren die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge nur eingeschränkt überprüfbar sind.

Dies gilt angesichts der Mehrheitsbeteiligung der M bzw. der Antragsgegnerin an der K zwar nicht schon deshalb, weil die im Rahmen des BGV festgelegte Barabfindung zwischen den vertragsschließenden Gesellschaften ausgehandelt wurde. Auch bei der Ermittlung des Unternehmenswerts in Konzernsituationen sind die Ertragsprognosen und die ihnen zugrunde liegende Unternehmensplanung aber nur eingeschränkt überprüfbar.

Diese Beschränkung der gerichtlichen Prüfungsdichte folgt aus der Natur der Prognose. Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 65]; OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 28]).

cc) Die für die Detailplanungsphase von 2006/2007 bis 2009/2010 und für die Phase der ewigen Rente geplanten Erträge der K sind danach nicht zu beanstanden.

(1) Die gilt zunächst für die prognostizierten Umsatzerlöse.

Die Unternehmensplanung geht davon aus, dass sich die im Wesentlichen durch die Umsatzerlöse gebildete Gesamtleistung der K vom Jahr 2005/2006 von 196.320.000 € zum ersten Jahr der Detailplanungsphase 2006/2007 auf 189.116.000 € reduziert und nach einer weiteren leichten Reduzierung im Jahr 2007/2008 auf 187.519.000 € sowie im Jahr 2009/2010 auf 184.934.000 € im letzten Jahr der Detailplanungsphase 2009/2010 auf 192.040.000 € bzw. anschließend in der Phase der ewigen Rente auf 193.961.000 € ansteigt (GB S. 66).

In Relation zur jeweiligen Vorperiode bedeutet dies zwar eine Reduzierung der Gesamtleistung im ersten Jahr der Detailplanungsphase um 3,7 % und eine Stagnation in den beiden Folgejahren (-0,8 % bzw. -1,4 %), aber einen erneuten Anstieg im letzten Jahr der Detailplanungsphase um 3,8 %, der sich mit einem weiteren Anstieg um 1,0 % in der Phase der ewigen Rente fortsetzt. Die für die Phase der ewigen Rente prognostizierte Gesamtleistung liegt mit 193.961.000 € nur knapp unter derjenigen des Jahres 2005/2006 (196.320.000 €). Betrachtet man innerhalb der Gesamtleistung als deren wesentlichen Bestandteil die Umsatzerlöse, so liegen diese in der Phase der ewigen Rente mit 192.951.000 € sogar über denen des Jahres 2005/2006 mit 190.627.000 €. Auf der Ebene der Umsatzerlöse fällt die Reduzierung im ersten Jahr der Detailplanungsphase mit nur 1,3 % zudem deutlich geringer aus als auf der Ebene der Gesamtleistung (GB S. 66). Hintergrund dieses Unterschieds ist, dass sich die Gesamtleistung im Jahr 2005/2006 durch Bestandsveränderungen um knapp 5 Mio. Euro erhöhte.

Entgegen der Darstellung einiger Antragsteller ist demnach kein Umsatzrückgang oder gar Umsatzeinbruch geplant, sondern eine Stagnation. Die Umsatzerlöse stagnieren allerdings auf dem hohen Niveau des bislang erfolgreichsten Geschäftsjahres der K. Unter Berücksichtigung der Besonderheiten des Marktes, in dem die K tätig ist, ist diese Planung der Umsatzerlöse vertretbar und damit nicht zu beanstanden.

(1.1) Der Verzicht auf die Fortschreibung des Anstiegs der Umsatzerlöse im Jahr 2005/2006 im Vergleich zum Vorjahr ist vertretbar, weil entsprechende Steigerungsraten in der Zukunft nicht zu erwarten sind. Stattdessen erscheint jedenfalls in der Detailplanungsphase sogar ein leichter Rückgang der Umsatzerlöse plausibel.

Dabei ist zunächst zu bedenken, dass im Jahr 2005/2006 die bislang höchsten Umsatzerlöse und das bislang höchste Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) erzielt wurde. Zwar war in der Vergangenheit in einzelnen Jahren ein zweistelliger Anstieg der Gesamtleistung ggü. dem Vorjahr festzustellen (z.B. 1996/1997, 2000/2001, 2003/2004, vgl. GB Anhang 1), in anderen Jahren war aber eine Stagnation oder sogar ein leichter Rückgang zu verzeichnen (z.B. 2001/2002, 2002/2003, vgl. GB Anhang 1). Deutlicher fielen die Veränderungen im EBIT aus. Zweistelligen Steigerungsraten (z.B. 2000/2001, 2003/2004, 2005/2006, vgl. GB Anhang 1) standen hier Jahre der Stagnation oder mit Einbrüchen um die 20 % gegenüber (z.B. 2001/2002, 2002/2003, vgl. GB Anhang 1). Zwar gilt bei der Unternehmensbewertung das bilanzielle Vorsichtsprinzip nicht; bei der Prognose der künftigen Erträge ist deshalb aber nicht von den bestmöglichen Aussichten, sondern von den mittleren Erwartungen auszugehen (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 298 f.). Dementsprechend sind die Prognosen grundsätzlich nicht auf außerordentliche, sondern auf normale Werte der Vergangenheit aufzusetzen.

Zwar ist die Gesamtleistung in den letzten fünf Jahren durchschnittlich um etwa 9 % jährlich gestiegen; die letzten drei Jahre waren aber von einer im Vergleich zur Vergangenheit besonders lang anhaltenden und auf einen besonders starken Einbruch folgenden Hochphase geprägt. Der besonders starke Anstieg der Umsatzerlöse im Jahr 2003/2004 nach zwei Jahren der Stagnation und die Fortsetzung der hohen Umsatzerlöse bis zum Jahr 2005/2006 sprechen für die Annahme des Vorstands, der Umsatzanstieg beruhe auf Sondereffekten, die durch den Abbau eines zuvor eingetretenen Investitionsstaus auf Abnehmerseite verursacht wurden. Dass sich diese Sondereffekte

nicht unendlich fortsetzen werden, liegt in der Natur der Sache. Vor dem Hintergrund des vom Vorstand der K zusätzlich angenommenen Auslaufens von in den Vorjahren geflossenen Subventionseinnahmen der Kunden erscheint es plausibel, dass bereits im Jahr 2006/2007 ein leichter Rückgang der Umsatzerlöse unterstellt wird. Dabei wurde auch berücksichtigt, dass das Jahr 2005/2006 durch einen besonders schneereichen Winter in den Hauptabsatzgebieten der K geprägt war, wovon zunächst das Ersatzteilgeschäft und – wegen der erhöhten Einnahmen der Betreiber der Schneegebiete – im Folgejahr auch der Absatz von Neufahrzeugen der K profitierte. Zwar ist davon auszugehen, dass sich damit verbundene Umsätze erst im Geschäftsjahr 2006/2007 niederschlagen. Nach den Angaben des für die A tätigen sachverständigen Zeugen P. im Termin zur mündlichen Verhandlung vor dem LG (Bl. VI 313) wurde dieser Effekt aber bei der Planung der Umsatzerlöse für das erste Jahr der Detailplanungsphase berücksichtigt; ohne ihn wäre aufgrund der auslaufenden Subventionen und des Abbaus des Investitionsstaus ein stärkerer Umsatzrückgang zu prognostizieren gewesen.

Auf die zwischenzeitliche Entwicklung des Konzernumsatzes bzw. des EBIT kommt es hier nicht an. Der Unternehmenswert ist nach den Verhältnissen der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag 16.2.2007 zu ermitteln, so dass spätere Entwicklungen grundsätzlich nur berücksichtigt werden können, wenn sie zum Bewertungsstichtag im Kern bereits angelegt waren (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 25/05, AG 2007, 596 [juris Rz. 31] m.w.N.). Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 25/05, AG 2007, 596 [juris Rz. 31]; ähnlich Bilda in MünchKomm/AktG, 3. Aufl., § 305 Rz. 69; Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 247). Liegen die tatsächlichen Umsätze und Ergebnisse aber – wie hier in den Jahren 2006/2007 und 2007/2008 (Bl. VII 693) – nicht über, sondern unter den geplanten, vermögen sie jedenfalls die Unvertretbarkeit der Prognosen zu Lasten der Antragsteller nicht zu belegen. Selbst wenn sich Umsätze und Ergebnisse demgegenüber im dritten Jahr plötzlich dergestalt verbessern würden, dass die ursprüngliche Planung nunmehr übertroffen wird, stellte dies die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen ebenfalls nicht in Frage. Ob etwas anderes gelten könnte, wenn die ursprüngliche Planung alsbald kontinuierlich und in erheblichem Umfang übertroffen würde, kann hier offen bleiben.

(1.2) Vertretbar erscheint auch, dass die Unternehmensplanung von keinem nachhaltigen Wachstum der K ausgeht, sondern annimmt, dass die Umsatzerlöse in der Phase der ewigen Rente nur leicht über denen des Jahres 2005/2006 liegen. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass die K als „hidden champion“ zwar auf einem kleinen Markt tätig ist, dort aber die Marktführerschaft inne hat.

(1.2.1) Entgegen der Auffassung des LG sind in diesem Zusammenhang die Auswirkungen des Klimawandels bzw. der globalen Erwärmung nicht von entscheidender Bedeutung.

Zwar ist die Gefahr eines Klimawandels inzwischen allgemein anerkannt. Ihre möglichen Auswirkungen auf den Wintertourismus in den europäischen Alpen wurden bereits vor dem Bewertungsstichtag in einer Anfang 2007 auf der Grundlage eines Workshops im Oktober 2006 von der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD) veröffentlichten Studie (Agrawala, Klimawandel in den Alpen) beschrieben. Danach war aufgrund der in den Jahren 1994, 2000, 2002 und 2003 beobachteten Erwärmung in der Zukunft mit einer Abnahme der Schneedecke in niedrigeren Lagen, einem Abschmelzen der Gletscher und Permafrostgebiete in

höheren Lagen sowie Veränderungen der Temperatur- und Niederschlagsextremwerte zu rechnen (zu weiteren Details Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 19 ff.). Weder die vorgenannte OECD Studie noch andere Untersuchungen vermögen aber genau vorherzusagen, bis zu welchem Zeitpunkt mit welcher Erwärmung zu rechnen ist. Die Studie der OECD geht sogar ausdrücklich davon aus, dass der Wintertourismus keinen plötzlichen radikalen Umbruch erfahren wird (Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 60).

Dies bedeutet allerdings nicht, dass der Klimawandel bei der Prognose der künftigen Umsatzerlöse der K – zumal in der die langfristige Entwicklung abbildenden Phase der ewigen Rente – keine Rolle spielen würde. Dies gilt jedenfalls insoweit, als die Betreiber von Wintersportgebieten und damit die Kunden in dem mit Abstand wichtigsten Geschäftssegment der K ihr Nachfrageverhalten bereits jetzt in Erwartung der Auswirkungen des Klimawandels verändern. Dass sich die Skigebietsbetreiber durch individuelle Anpassungsstrategien auf die künftige Entwicklung einstellen, liegt angesichts des hohen Investitionsaufwands sowie des durch mittel- bis langfristige Auswirkungen des Klimawandels erhöhten Amortisationsrisikos nahe und wird durch die OECD Studie belegt (vgl. Agrawala, Klimawandel in den Alpen, Übersicht Anhang 4). Zu diesen Anpassungsstrategien zählen schon jetzt in gewissem Umfang die Aufgabe von Skigebieten (Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 59), aber auch der Zusammenschluss benachbarter Skigebiete, nicht zu letzt zur Reduzierung der Kosten durch die Erzielung günstigerer Einkaufsbedingungen bei Pistenraupen oder deren gemeinsame Nutzung mit der Folge einer Reduzierung des Neuanschaffungsbedarfs (Agrawala, Klimawandel in den Alpen, S. 54).

(1.2.2) Entscheidend für die Vertretbarkeit der Verneinung eines nachhaltigen Wachstums ist indessen entsprechend den Ausführungen des für die A als Vertragsprüfer tätigen, vom LG im Termin zur mündlichen Verhandlung am 12.2.2008 gehörten sachverständigen Zeugen P. der Umstand, dass die K in einem reifen Markt mit aggressiven Wettbewerbern tätig ist (Bl. VI 313).

In den bisherigen Hauptabsatzgebieten der K ist nach dem Abbau des Anfangs des Jahrzehnts entstandenen Investitionsstaus von einer Marktsättigung auszugehen. Dies bedeutet zwar nicht, dass der vorhandene Bestand an Pistenfahrzeugen nicht unter Einsatz von Ersatzteilen der K gewartet oder nach Ende der Produktlebensdauer durch Neufahrzeuge ersetzt werden müsste. Die Marktsättigung spricht aber gegen einen weiteren Ausbau des Marktvolumens. Berücksichtigt man darüber hinaus die bereits eingetretenen Änderungen des Nachfrageverhaltens im Vorgriff auf etwaige Auswirkungen des Klimawandels, erscheint sogar eher ein Rückgang des Marktvolumens in den bisherigen Hauptabsatzgebieten wahrscheinlich. Dass die Unternehmensplanung dennoch von einem langfristig in etwa auf Höhe des Niveaus des Spitzenjahres 2005/2006 stabilen Marktvolumen ausgeht, zeigt, dass Kompensationseffekte durch absatzfördernde Entwicklungen wie den weiteren Ausbau von Märkten in Osteuropa und Asien, alternative Verwendungen des P. oder Zuwächse im Segment B. T. berücksichtigt wurden. Dabei ist zu bedenken, dass sich alternative Verwendungen des P. bislang auf kleine Stückzahlen und Gebrauchtfahrzeuge beschränkten und das Segment B. T. selbst bei außerordentlichen Wachstumsraten angesichts seiner geringen Ausgangsgröße (Umsatzanteil 2005/2006 1,6 %, vgl. GB S. 44) nennenswerte Umsatzrückgänge im Geschäftsfeld P. nicht in ein Umsatzwachstum umkehren kann. Bei den Wachstumsraten in Osteuropa und Asien ist zudem zu berücksichtigen, dass die dortigen Wintersportgebiete für die westeuropäischen und nordamerikanischen Wintersporttouristen nur schwer zu erreichen und damit wesentlich auf lokale

Touristen angewiesen sind, deren Zahl aber von der nicht gesicherten künftigen Entwicklung der Kaufkraft in diesen Ländern abhängen dürfte.

Dass innerhalb eines stagnierenden Gesamtmarktes langfristig nicht mit einem Ausbau der Marktanteile der K zu rechnen ist, erscheint ebenfalls plausibel. In ihrem Hauptsegment Pistenfahrzeuge ist die K schon jetzt Marktführer. Ein weiterer Ausbau ihres Marktanteils erscheint wenig wahrscheinlich. Aus der geringen Zahl der Anbieter von Pistenfahrzeugen lassen sich keine besonderen Chancen auf einen Ausbau der Marktstellung ableiten. Im Gegenteil spricht die Stärkung des Hauptwettbewerbers durch eine Fusion mit einem weiteren Wettbewerber eher für eine Gefährdung der Marktstellung der K. Ein Wettbewerbsvorsprung der K durch eine überlegene Technologie kann nicht festgestellt werden, zumal der Markt angesichts der Preisgestaltung des Hauptwettbewerbers der K nicht von einem Qualitäts-, sondern von einem Preiswettbewerb bestimmt zu werden scheint. Dem lässt sich nicht entgegen halten, dass der Vorstand der K in seinem im Geschäftsbericht 2004/2005 auf S. 23 abgedruckten Konzernlagebericht (vgl. Anlagenordner) ausdrücklich trotz eines sich verändernden Marktumfeldes das Ziel des Ausbaus der Marktstellung formulierte. Im weiteren Text betonte der Vorstand, dass wegen der erheblichen Schwankungen des weltweiten Marktvolumens und des bereits hohen Marktanteils zuverlässige Umsatz- und Ergebnisprognosen allenfalls für das Folgejahr möglich seien; der Ausbau der Marktstellung war daher erkennbar nicht als Ziel der Jahre ab 2006/2007 geplant.

(2) Nicht zu beanstanden sind auch die prognostizierten Ergebnisse.

(2.1) Das EBIT wurde bei einem Ausgangswert von 23.612.000 € im Jahr 2005/2006 auf in etwa gleiche Höhe im ersten Jahr der Detailplanungsphase 2006/2007 (23.045.000 €), jedoch anschließend fallend auf 17.720.000 im Jahr 2007/2008 bzw. 16.128.000 € im Jahr 2008/2009 geplant. Auch hier ist zwar im letzten Jahr der Detailplanungsphase 2009/2010 ein Wiederanstieg auf 19.029.000 € vorgesehen. Anders als bei den Umsatzerlösen werden die Werte des Jahres 2005/2006 in der Phase der ewigen Rente aber nicht erreicht; das nachhaltige EBIT ist nur auf 20.626.000 € geplant (vgl. GB S. 66).

Die Reduzierung des EBIT in der Phase der ewigen Rente ggü. dem Jahr 2005/2006 trotz in etwa gleicher Umsatzerlöse zeugt von einer Reduzierung der Margen der K. Die geplante Margenreduzierung erscheint indessen nicht unvertretbar. Angesichts der oben beschriebenen Marktverhältnisse, insbesondere angesichts des vom Hauptwettbewerber betriebenen Preiswettbewerbs, erscheint es vertretbar, anzunehmen, dass K zukünftig nicht in der Lage sein wird, Kostensteigerungen in vollem Umfang durch Preiserhöhungen an ihre Kunden weiterzureichen, so dass sich die Marge des Unternehmens reduziert.

(2.2) Demgegenüber vermögen die Antragsteller mit ihren Einwendungen zur Planung des Aufwands nicht durchzudringen.

(2.2.1) Der für die A als Vertragsprüfer tätige sachverständige Zeuge P. hat im Termin zur mündlichen Verhandlung vor dem LG am 12.2.2008 die Nachvollziehbarkeit der Planung des Aufwands für Material und Personal bestätigt (Bl. VI 315).

(2.2.2) Die Planung erscheint entgegen der Auffassung einiger Antragsteller auch im Bereich des Abschreibungsaufwands und der Investitionen nicht widersprüchlich.

Zwar trifft es zu, dass die für die Phase der ewigen Rente geplanten Abschreibungen mit 3,752 Mio. Euro über dem Abschreibungsaufwand im Jahr 2005/2006 i.H.v. 2,396 Mio. Euro liegen; der Anteil des Abschreibungsaufwands an der Gesamtleistung steigt von 1,2 % auf 1,9 % (vgl. GB S. 66). Der dem zugrunde liegende Anstieg von Investitionen erscheint aber nicht per se unplausibel, zumal seit der Bilanzierung nach IFRS auch Entwicklungsaufwendungen zu aktivieren und abzuschreiben sind. Dies gilt auch dann, wenn man berücksichtigt, dass zugleich kein nennenswerter Anstieg der Umsatzerlöse geplant ist.

Ausweislich der Geschäftsberichte 2005/2006 (S. 19, vgl. Anlagenordner) wurden im Geschäftsjahr 2005/2006 6,7 Mio. Euro für Forschung und Entwicklung aufgewandt, was die Antragsgegnerin durch die Überschneidung mehrerer Entwicklungsprojekte erklärte; nach dem Geschäftsbericht 2004/2005 (S. 22, vgl. Anlagenordner) betragen die Aufwendungen in den Vorjahren nur 5,7 bzw. 5,0 Mio. Euro. Nach den Angaben der Antragsgegnerin beträgt ihr durchschnittlicher jährlicher Aufwand für Forschung und Entwicklung etwa 5,0 Mio. Euro.

Selbst wenn man annähme, dass die Ausgaben für Forschung und Entwicklung seit dem Jahr 2003/2004 steigen würden und weitere Steigerungen geplant sind, folgte daraus kein Widerspruch zu den geplanten Umsatzerlösen. Aufwendungen für Forschung und Entwicklung haben nicht notwendig eine Ausweitung der Umsatzerlöse zur Folge. Abgesehen davon, dass Forschungs- und Entwicklungsaufwand nicht zwingend zur Entstehung marktgängiger und erfolgreicher neuer Produkte führen muss, bedarf es angesichts des durch zwei Hauptwettbewerber geprägten Marktumfeldes nennenswerter Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen schon, um die Marktstellung der K zu halten.

(3) Die von den Antragstellern angestellten Kontrollüberlegungen stellen die Vertretbarkeit der Umsatz- und Ergebnisprognosen nicht in Frage.

(3.1) Dies gilt zunächst für den Hinweis einiger Antragsteller, dass das Ergebnis nach Zinsen und Steuern 2006/2007 durch die Reduzierung in den ersten drei Jahren der Detailplanungsphase trotz des Wiederanstiegs ab 2009/2010 erst im Jahr 2022/2023 wieder eingestellt werde (Bl. IV Nr. 49–54 S. 5). Angesichts der oben festgestellten Plausibilität der Margenreduzierung bei langfristig stagnierenden Umsatzerlösen erscheint dieses Ergebnis folgerichtig.

(3.2) Fehl geht auch der Einwand eines Antragstellers, die Ertragsprognosen müssten allein wegen der Inflation über den Ist-Werten des Jahres 2005/2006 liegen. Zwar liegt dem Unternehmenswertgutachten der V entsprechend IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 103) eine Nominalrechnung zugrunde, bei der zu erwartende Preissteigerungen grundsätzlich berücksichtigt werden (vgl. zum Unterschied zwischen Nominal- und Realrechnung Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 331). Für die Schätzung des künftigen nominellen Wachstums kann die erwartete Inflationsrate aber nur ein erster Anhaltspunkt sein. Die Preissteigerungen, denen sich das Unternehmen auf der Beschaffungsseite gegenüberstellt, können mehr oder weniger stark von der Inflationsrate abweichen; zudem kann nicht ohne weiteres unterstellt werden, dass diese Preissteigerungen vollständig durch Preiserhöhungen an die Kunden weitergereicht

werden können (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rz. 105). Wie oben (vgl. (2)) ausgeführt wurde, ist angesichts des Marktumfelds der K gerade nicht damit zu rechnen, dass sie steigende Personal- und Materialkosten durch Preiserhöhungen weitergeben kann, so dass von einer Margenreduzierung in der Zukunft auszugehen ist.

(3.3) Schließlich wird die Plausibilität der Unternehmensplanung auch nicht durch die Überlegung des gemeinsamen Vertreters in Frage gestellt, die Antragsgegnerin handele wirtschaftlich unvernünftig, wenn sie trotz schlechter Ertragsprognosen die außenstehenden Aktionäre abfinde. Der Abfindungsanspruch der außenstehenden Aktionäre ist lediglich die Folge der von der Antragsgegnerin aufgrund ihres Mehrheitsbesitzes eingeleiteten Maßnahmen, nämlich des Abschlusses des BGV bzw. des regulären Delisting. Diese Maßnahmen lassen sich allerdings auch bei verhaltenen oder schlechten Ertragsaussichten rechtfertigen, da sie dazu dienen, den Aufwand der Gesellschaft zu reduzieren. Durch das Delisting entfällt der kosten- und verwaltungstechnische Aufwand zur Aufrechterhaltung der Börsennotierung (z.B. Berichtsaufwand, Rechtsberatungskosten, vgl. dazu im Einzelnen Schanz/Richard/Schalast, Unternehmen im Prime Standard „Staying Public“ oder „Going Private“?, HfB Business School of Finance & Management, S. 7 f.). Durch den Abschluss des BGV werden die Voraussetzungen der steuerrechtlichen Organschaft erfüllt, die eine den Steueraufwand des Gesamtkonzerns der Antragsgegnerin tendenziell reduzierende Verrechnung von Gewinnen und Verlusten der Konzerngesellschaften ermöglicht (vgl. GB S. 19).

dd) Bei der Planung der Unternehmenssteuern wurde entgegen der Auffassung einiger Antragsteller die Unternehmensteuerreform zu Recht nicht berücksichtigt.

Wie dargestellt, ist bei der Ermittlung des Unternehmenswerts auf die Verhältnisse der Gesellschaft am Tag der Hauptversammlung am 16.2.2007 abzustellen (Bewertungsstichtag). Entwicklungen, die erst später eintreten, dürfen nur berücksichtigt werden, soweit sie zum Bewertungsstichtag im Kern bereits angelegt waren. Dies trifft auf die Unternehmensteuerreform 2008 nicht zu.

Zwar hatten sich die Koalitionsparteien auf Bundesebene bereits in ihrem Koalitionsvertrag 2005 auf eine Reform der Unternehmensbesteuerung und deren Eckpunkte verständigt (vgl. AG21, S. 18 f.). Diese Eckpunkte waren aber nicht derart konkret, dass sich die später beschlossenen Regelungen schon im Einzelnen abzeichneten; weder war der künftige Körperschaftsteuersatz genannt noch waren die Änderungen bei der Ermittlung der Bemessungsgrundlage näher dargelegt.

Der Gesetzentwurf der Bundesregierung (BR-Drucks. 220/07) wurde dem Bundesrat erst nach dem Bewertungsstichtag am 30.3.2007 zur Stellungnahme gem. Art. 76 Abs. 1 Grundgesetz zugeleitet. Selbst zu diesem Zeitpunkt waren für die Bemessung der Steuerlast der Unternehmen grundlegende Fragen innerhalb der Koalitionsparteien noch umstritten, wie der Plenarantrag des Landes Baden-Württemberg beim ersten Durchgang im Bundesrat am 10.5.2007 belegt (BR-Drucks. 220/2/07). Die Einzelheiten der Gegenfinanzierung der Absenkung des Körperschaftsteuersatzes, namentlich die Zinsschranke und die Beschränkung der Verlustverrechnungsmöglichkeiten, wurden während der Behandlung des Gesetzentwurfs im Finanzausschuss des Bundestages noch in erheblichem Umfang geändert (vgl. BT-Drucks. 16/5491). Zum Bewertungsstichtag war daher nicht absehbar, ob und in welcher Form eine Reduzierung der Steuersätze durch Änderungen bei der Bemessungsgrundlage kompensiert werden.

ee) Wie das LG im Ergebnis zu Recht festgestellt hat, sind auch die in der Detailplanungsphase und in der Phase der ewigen Rente geplanten Thesaurierungen nicht zu beanstanden.

(1) Dies gilt zunächst für die geplanten Ausschüttungsquoten.

(1.1) Zutreffend hat das LG festgestellt, dass die Beschränkung der Ausschüttungsquote in der Detailplanungsphase auf das Niveau der vergangenen Ausschüttungen den Unternehmenswert entgegen den Befürchtungen einzelner Antragsteller nicht senkt, sondern erhöht. Da die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner im Unternehmenswertgutachten V in Übereinstimmung mit IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 54) nur in Bezug auf die geplanten Ausschüttungen, nicht aber auf die geplanten Thesaurierungen berücksichtigt wurden, erhöhen sich die zu diskontierenden Nettoeinnahmen der Anteilseigner in der Detailplanungsphase.

(1.2) Zu Unrecht fordern allerdings andere Antragsteller, diesen Effekt zu ihren Gunsten auch in die Phase der ewigen Rente zu übertragen.

In der Phase der ewigen Rente ist ein schrittweiser Anstieg der Ausschüttungsquote während der Grobplanungsphase von 2010/2011 bis 2016/2017 geplant. Anstelle der bislang unter 20 % liegenden Ausschüttungsquote ist ab 2016/2017 eine Ausschüttungsquote von 40 % vorgesehen. Zwar würde eine Beibehaltung der bisherigen Ausschüttungsquote die Nettoeinnahmen der Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente, die für den Ertragswert eine wesentliche Rolle spielt, erhöhen (vgl. Knoll, AG 2005, Sonderheft Fair Valuations, 39, 42), weil die Abzüge für die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner sinken würden. Eine Änderung der Ausschüttungsplanung in diesem Sinne mag indessen für die Antragsteller wünschenswert sein, ist aber aus rechtlicher Sicht nicht geboten, weil die dem Unternehmenswertgutachten V zugrunde gelegten Ausschüttungsannahmen jedenfalls vertretbar sind.

Nach IDW S1 Stand 18.10.2005 sind die Ausschüttungen in der Detailplanungsphase nach dem individuellen Unternehmenskonzept unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik zu bestimmen (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rz. 46), in diesem Fall also an der bisherigen Ausschüttungsquote von unter 20 % zu orientieren. In der Phase der ewigen Rente ist dagegen grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens demjenigen einer Alternativanlage entspricht, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rz. 47). Auf diese Weise wird dem Umstand Rechnung getragen, dass die Unternehmensplanung regelmäßig nur die Detailplanungsphase abdeckt und nicht mehrere Jahrzehnte in die Zukunft reicht, so dass eine bisherige Ausschüttungspolitik grundsätzlich nicht auf Dauer perpetuiert werden kann.

Dem wurde hier durch die Annahme einer nachhaltigen Ausschüttungsquote von 40 % entsprochen. Da am Kapitalmarkt Ausschüttungsquoten von 40 bis 70 % beobachtet werden (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöppel, Wpg 2004, 889, 894), liegt die getroffene Annahme am unteren Rand der Ausschüttungsquote, die sich bei einer Alternativanlage in Aktien eines anderen Unternehmens ergeben würde. Angesichts der guten Eigenkapitalausstattung der K sind Besonderheiten, die eine nachhaltig geringere Ausschüttung gebieten würden, nicht ersichtlich.

Dabei wird nicht verkannt, dass die Vorgaben des IDW S1 keinen Rechtsnormcharakter haben, da es sich beim IDW um eine private Institution ohne Rechtssetzungsbefugnisse handelt. Es kommt indessen nicht darauf an, ob die Empfehlungen des IDW für das Gericht verbindlich sind. Vielmehr ist umgekehrt zu fragen, ob eine Planung unvertretbar ist, die sich an diesen Empfehlungen orientiert. Diese Frage ist zu verneinen, da es sich bei den Empfehlungen des IDW – trotz aller dagegen im Allgemeinen oder in Einzelfragen vorgebrachten Kritik – um Standards handelt, die vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt sind und bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet werden (vgl. Stilz in FS Mailänder, 423, 436). Im Übrigen erscheint die Orientierung der Ausschüttungsquote in der Phase der ewigen Rente an derjenigen einer Alternativanlage folgerichtig, da die Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren insgesamt auf einem Vergleich des für den Anteilseigner aus dem Unternehmen zu erwartenden Nutzens mit dem Nutzen einer Alternativanlage beruht (vgl. Mandl/Rabel in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 54).

Unabhängig davon wäre die Unterstellung einer ohne unternehmensspezifische Notwendigkeiten dauerhaft wesentlich vom Durchschnitt anderer Unternehmen abweichenden Ausschüttungsquote fragwürdig. Wollte man zugunsten der Anteilseigner einen möglichst hohen Unternehmenswert erzielen, müsste man unterstellen, dass die Gewinne dauerhaft vollständig thesauriert werden. Eine solche Annahme wäre jedoch nicht nur realitätsfern, sondern wegen des durch § 254 Abs. 1 AktG geschützten Dividendenanspruchs der Aktionäre auch rechtlich unzulässig. Im Übrigen würde sich regelmäßig die Frage stellen, was mit den thesaurierten Gewinnen geschehen sollte. Bestehen für das Unternehmen – wie hier – keine wesentlichen Wachstumschancen und kein damit verbundener Investitionsbedarf, müsste zur Planung der künftigen Ergebnisse eine Investition der thesaurierten Gewinne in Beteiligungen oder Finanzanlagen unterstellt werden, was neue Bewertungsunsicherheiten mit sich brächte. Eine den Aktionären grundsätzlich günstige Nutzung thesaurierter Gewinne zum Erwerb eigener Aktien kann angesichts der Erwerbsbeschränkungen des § 71 Abs. 1 AktG nur in eng beschränktem Umfang unterstellt werden, zumal der Erwerb eigener Aktien durch die Gesellschaft eine entsprechende Veräußerungsbereitschaft der außenstehenden Aktionäre voraussetzt.

(2) Auch die Verwendung der thesaurierten Beträge ist nicht zu beanstanden.

Entgegen den Befürchtungen einzelner Antragsteller wurden die thesaurierten Gewinne der Jahre 2006/2007 bis 2008/2009 bei der Unternehmensbewertung durch V nicht „unterschlagen“. Zwar ist bei der Ermittlung der Nettoeinnahmen der Anteilseigner in diesen Jahren kein Wertbeitrag aus Thesaurierung angesetzt (vgl. GB S. 79). Dies beruht aber auf dem Umstand, dass die thesaurierten Gewinne dieser Jahre zunächst zur Tilgung der Verbindlichkeiten benötigt werden, wie sich an der Reduzierung des Verschuldungsgrads der K von 22 % im Jahr 2006/2007 auf 2 % im Jahr 2007/2008 und 0 % im Jahr 2008/2009 zeigt (vgl. GB S. 78). Anschließend werden sie zur Ansparung der Eigenmittel für den im Jahr 2011 geplanten Erwerb des Betriebsgrundstücks verwendet, wie der Umstand belegt, dass trotz dieser Anschaffung die Verschuldungsquote in der Phase der ewigen Rente nur mit 3 % angesetzt ist (vgl. GB S. 78).

Die Planung der Verwendung thesaurierter Gewinne zur Reduzierung des Fremdkapitals und zum Erwerb des Betriebsgrundstücks ist rechtlich nicht zu beanstanden. Die Verwendung der thesaurierten Gewinne ist Bestandteil der Unternehmensplanung, die der Unternehmensbewertung durch V

zugrunde gelegt wurde. Dabei handelt es sich um unternehmerische Entscheidungen, die vom Vorstand der K bereits am 12.12.2006 getroffen wurden (vgl. AG28), also noch vor der Verabschiedung der aktualisierten Unternehmensplanung am 15.12.2006, auf der die Unternehmensbewertung beruht. Bei der Ermittlung des Ertragswerts sind die am Stichtag vorgefundenen Verhältnisse grundsätzlich zu beachten (vgl. BGH v. 9.11.1998 – II ZR 190/97, BGHZ 140, 35 [= MDR 1999, 171 = GmbHR 1999, 31 = AG 1999, 122juris Rz. 12]); dazu gehören auch die bis dahin bereits getroffenen unternehmerischen Entscheidungen des Vorstand der K. Diese dürfen, wenn sie auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufbauen und nicht widersprüchlich sind, ohnehin nicht durch andere Annahmen des Gerichts ersetzt werden (vgl. OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 65]; OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 28]).

Die unternehmerischen Entscheidungen zur Reduzierung des Fremdkapitals und zum Erwerb des Betriebsgrundstücks führen die bisherige, auf eine hohe Eigenkapitalausstattung ausgelegte Unternehmenspolitik konsequent fort. Sie führen zudem nicht zu einer Reduzierung des Unternehmenswerts zu Lasten der Antragsteller.

Hinsichtlich des Erwerbs des Betriebsgrundstücks sind nicht nur die Notwendigkeit von Aus- und Umbauten der Betriebsstätte, sondern auch die damit verbundene Reduzierung des Aufwands durch den Wegfall der bisherigen Leasingaufwendungen bzw. der Mehraufwand im Fall eines Erwerbs mit Fremdmitteln zu bedenken. Schließlich kann der Unternehmensplanung nicht entgegen gehalten werden, dass stets eine Wiederanlage thesaurierter Beträge zum Kapitalisierungszinssatz zu unterstellen sei. IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 46) enthält zwar eine entsprechende Vorgabe, dies gilt aber nur, soweit keine konkreten Planungen zur Verwendung der thesaurierten Beträge existieren; im Übrigen kann anstelle der Wiederanlageannahme – wie hier ab dem Jahr 2009/2010 geschehen – eine unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner unterstellt werden.

c) Die Kapitalisierungszinssätze für die einzelnen Perioden sind entsprechend dem von A gebilligten Unternehmenswertgutachten der V festzusetzen.

Die den Anteilseignern zukünftig zufließenden Erträge sind mit dem Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich dabei aus einem risikolosen Basiszinssatz (dazu unten aa)) sowie einem Risikozuschlag zusammen (dazu unten bb)); da der Unternehmensbewertung eine Nominalrechnung zugrunde liegt, ist in der Phase der ewigen Rente ein Wachstumsabschlag zu berücksichtigen (dazu unten cc)).

aa) Der Basiszinssatz ist entsprechend der Unternehmensbewertung durch V mit 4 % vor Steuern bzw. 2,6 % nach Steuern anzusetzen (zur Nachsteuerbetrachtung vgl. unten bb) (2) (2.1)).

Der Basiszinssatz entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine quasi risikofreie Anlage (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 565). Er wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 38]).

Der von der V angesetzte Basiszinssatz wurde nur von wenigen Antragstellern in Frage gestellt, die pauschal auf die aktuellen Zinssätze zum Zeitpunkt des Bewertungsstichtags verwiesen. Dabei

verkennen sie, dass für den Basiszinssatz nicht die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Zinssätze entscheidend sind, sondern die aus Sicht des Bewertungsstichtags auf Dauer zu erzielende Verzinsung (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 574). Die hier getroffene Zinsprognose ist nicht zu beanstanden. Der angesetzte Basiszinssatz wurde entsprechend den Vorgaben von IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 127) aus den von der Deutschen Bundesbank für den Zeitraum vom 1.10.2006 bis zum 31.10.2006 veröffentlichten Zinsstrukturdaten ermittelt (vgl. GB S. 72).

bb) Bei der Bemessung des Risikozuschlags hat das LG allerdings die im Unternehmenswertgutachten V im Rahmen der Anwendung des Capital Asset Pricing Modell (CAPM) getroffenen Annahmen zu Unrecht beanstandet; entgegen der Auffassung der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters ist der Risikozuschlag ggü. den Annahmen des LG nicht weiter zu reduzieren.

(1) Da bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind, ist der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen. Der Risikozuschlag beruht auf dem Gedanken der Risikoaversion der Marktteilnehmer, wonach das Unternehmerrisiko durch entsprechend höhere Renditechancen abgegolten wird (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 47]).

Diesem Risiko kann durch einen pauschalen Risikoabschlag auf die geplanten künftigen Zuflüsse an die Anteilseigner bzw. einen entsprechenden pauschalen Risikozuschlag im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes Rechnung getragen werden. IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 128) empfiehlt demgegenüber die Berücksichtigung eines anhand von Kapitalmarktdaten ermittelten Risikozuschlags beim Kapitalisierungszinssatz nach dem CAPM. Dabei wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und quasi risikofreien öffentlichen Anleihen ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie, dazu unten (2)) mit einem unternehmensspezifischen Faktor multipliziert (Betafaktor, dazu unten (3)) (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 48]).

Die hier durchgeführte Ermittlung des Risikozuschlags anhand des CAPM ist entgegen der Auffassung der Antragsteller methodisch nicht zu beanstanden. Der Risikozuschlag kann anhand des CAPM ermittelt werden (für eine Anwendung des CAPM auch OLG Düsseldorf v. 27.5.2009 – I-26 W 5/07 AktE, ZIP 2009, 2003 [juris Rz. 122]; OLG Düsseldorf v. 20.10.2005 – I-19 W 11/04 AktE, AG 2006, 287 [juris Rz. 36]; KG v. 14.1.2009 – 2 W 68/07, AG 2009, 199 [juris Rz. 46]; zustimmend Paulsen, Wpg 2008 Sonderheft, 109, 113; Reuter, AG 2007, 1, 5). Zwar ist das CAPM in der Literatur umstritten (vgl. dazu beispielhaft Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 92 ff.). Trotz dieser Kritik ist das CAPM zur Bemessung des Risikozuschlags aber weder ungeeignet noch führt seine Anwendung zu willkürlichen Ergebnissen. Dies gilt auch unter Berücksichtigung der Argumente des von einzelnen Antragstellern vorgelegten Privatgutachtens (Bl. VII 746).

(1.1) Neben der einperiodigen Ausgestaltung des CAPM, die allerdings der Komplexitätsreduktion dient, kritisiert das vorgelegte Privatgutachten in erster Linie die mit der Ermittlung der Einzelfaktoren, insbesondere der Marktrisikoprämie und des Betafaktors verbundenen Unsicherheiten (vgl. Bl. VII 746, S. 18 ff., 32 ff., 45 f.). Daran ist zutreffend, dass die für das CAPM benötigten Einzelfaktoren nicht durch empirische Studien punktgenau ermittelt werden können. Dieses Problem

ist indessen der Unternehmensbewertung immanent und unterscheidet sich nicht wesentlich von den Problemen bei der Prognose der den Anteilseignern zukünftig zufließenden Erträge.

(1.2) Die von Antragstellern unter Berufung auf das Privatgutachten erhobene Behauptung, das CAPM führe systematisch zu überhöhten Risikozuschlägen, wird durch den Inhalt des Gutachtens nicht belegt. Zwar kritisiert das Privatgutachten die Ergebnisse einzelner empirischer Studien zur Marktrisikoprämie als überhöht (vgl. Bl. VII 746 S. 21) und wendet sich gegen die Nichtberücksichtigung historisch ermittelter geringer Betafaktoren mangels statistischer Signifikanz (vgl. Bl. VII 746 S. 34 ff.). Daraus folgt aber nicht, dass die Ergebnisse einer Ermittlung des Risikozuschlags anhand des CAPM generell überhöht wären.

Eine solche Aussage ist ohnehin nur dann möglich, wenn stattdessen ein geeigneteres Modell zur Ermittlung des „richtigen“ Risikozuschlags zur Verfügung gestellt wird. Dem vorgelegten Privatgutachten lässt sich allerdings nicht entnehmen, welche Methode anstelle des CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags verwendet werden soll. Zwar hat die Finanzwissenschaft Alternativmodelle zum CAPM entwickelt, namentlich die auf Untersuchungen von Fama/French zurückgehende Arbitrage Pricing Theory (APT, vgl. dazu Peemöller, BB 2005, 90, 92). Dieses Modell reduziert die Unsicherheiten aber nicht, sondern erhöht sie noch, da das unternehmensspezifische Risiko dort nicht nur anhand eines die Volatilität der Aktie im Verhältnis zum Marktportfolio abbildenden Betafaktors, sondern anhand einer Vielzahl von Einzelfaktoren berücksichtigt wird, deren Bemessung jeweils besondere Spezialkenntnisse erfordert (vgl. Peemöller, BB 2005, 90, 92) und die jeweils im Einzelfall zu modellieren sind (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten, S. 37). Als Alternative zur Ermittlung des Risikozuschlags anhand des CAPM verbliebe damit im Wesentlichen nur die Methode des pauschalen Risikoab- oder -zuschlags. Gegenüber einer pauschalen Risikobetrachtung verdient das CAPM indessen schon deshalb den Vorzug, weil es durch die Aufgliederung der Risikobetrachtung in das allgemeine Risiko von Anlagen in Aktien einerseits und das spezifische Risiko des zu bewertenden Unternehmens andererseits methodisch transparenter ist (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 48]).

(2) Die im Rahmen des Unternehmenswertgutachtens der V angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % (nach Steuern) ist entgegen der Auffassung des LG und der Antragsteller sowie des gemeinsamen Vertreters nicht zu reduzieren.

(2.1) Der Senat hat die Marktrisikoprämie im Rahmen einer Unternehmensbewertung nach IDW S1 Stand 28.6.2000 zwar bislang mit 4,5 % angesetzt (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 50]). Da dieser Wert nur die Ausgangsgröße für den nach IDW S1 Stand 28.6.2000 (Rz. 122, 100) gebotenen Abschlag der vom Anteilseigner zu entrichtenden persönlichen Ertragsteuern von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag war, handelte es sich dabei aber um einen Vorsteuerwert. Bei der hier durchgeführten Unternehmensbewertung konnte dagegen nach IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 132) für den Risikozuschlag ein Nachsteuerwert zugrunde gelegt werden, der zu einem Basiszinssatz nach Steuern von 2,6 % (vgl. dazu oben aa)) hinzuaddiert wird. Dabei wird der Kapitalisierungszinssatz aus dem um die typisierte persönliche Ertragsteuer gekürzten Basiszinssatz und der Nachsteuerertragsrisikoprämie errechnet. Diese im Rahmen des Unternehmenswertgutachtens der V durchgeführte Nachsteuerbetrachtung ist nicht zu beanstanden.

(2.1.1) Die Nachsteuerbetrachtung als solche erweist sich jedenfalls unter Anwendung des IDW S1 Stand 28.6.2000 bzw. 18.10.2005 für die außenstehenden Aktionäre tendenziell als vorteilhaft. Die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner werden danach einerseits auf der Ebene der künftigen Zuflüsse und andererseits beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt.

Da auf der Ebene der künftigen Zuflüsse bei Aktiengesellschaften im hier maßgeblichen Zeitraum das Halbeinkünfteverfahren zu beachten ist (vgl. IDW S1 Stand 28.6.2000 Rz. 39; IDW S1 Stand 18.10.2005, Rz. 54), werden die Ausschüttungen an die Anteilseigner nur mit einem typisierten hälftigen Steuersatz von 17,5 % belastet, auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes wird dagegen der typisierte volle Steuersatz von 35 % angewendet. Auf diese Weise steht der Reduzierung der Nettoeinnahmen regelmäßig ein niedrigerer Kapitalisierungszinssatz gegenüber.

Zwar dürfte der typisierte volle Steuersatz von 35 % vom persönlichen Grenzsteuersatz vieler Anteilseigner abweichen, zumal dann, wenn es sich dabei um Kapitalgesellschaften oder um Ausländer handelt. Die Verwendung eines typisierten Steuersatzes ist aber die notwendige Folge einer objektiven Bewertung des Unternehmens, die sich nicht auf die Betrachtung der subjektiven Verhältnisse eines Anteilseigners beschränken darf (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 141).

(2.1.2) Während die typisierte persönliche Ertragsteuer nach IDW S1 Stand 28.6.2000 allerdings von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag abgezogen wird, erfolgt der Steuerabzug nach IDW S1 Stand 18.10.2005 nur vom Basiszinssatz, dem ein – den Vorsteuerwert übersteigender – Nachsteuerrisikozuschlag hinzuaddiert wird. Der Senat hat die Frage, ob das Verfahren nach IDW S1 Stand 18.10.2005 insoweit geeignet und demjenigen nach IDW S1 Stand 28.6.2000 überlegen ist, bislang offen gelassen (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 56]). Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller (Bl. VIII 888) ist die Eignung des in IDW S1 Stand 18.10.2005 empfohlenen Tax-CAPM-Verfahrens nicht durch die Einholung eines Sachverständigengutachtens zu klären, da es sich um eine Rechtsfrage handelt.

Wird der Unternehmenswert insgesamt nach IDW S1 Stand 18.10.2005 ermittelt, ist es allerdings nicht zu beanstanden, wenn auch der Kapitalisierungszinssatz nach Maßgabe dieser Empfehlungen ermittelt wird, wenngleich der Diskontierungszinssatz damit grundsätzlich steigt und der Unternehmenswert tendenziell sinkt.

Zu bedenken ist, dass die in IDW S1 Stand 18.10.2005 zusammengefassten Empfehlungen miteinander in Zusammenhang stehen und deshalb die Berechnung einzelner Bewertungsfaktoren nicht isoliert betrachtet oder gar nach anderen Vorgaben durchgeführt werden kann, ohne die innere Schlüssigkeit der Wertermittlung in Frage zu stellen (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 45]).

In diesem Zusammenhang ist zwar einzuräumen, dass die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes nach IDW S1 Stand 18.10.2005 den Antragsteller einerseits schlechter stellt als diejenige nach IDW S1 Stand 28.6.2000. Andererseits wird der Antragsteller durch die Abkehr von der in IDW S1 Stand 28.6.2000 (Rz. 44) enthaltenen Vollausschüttungsannahme zugunsten einer Teilausschüttung der Gewinne in IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 45 ff.) aber begünstigt, weil die Nettozuflüsse durch den Wegfall der Steuerbelastung in Bezug auf thesaurierte Beträge reduziert wird. Zwar gleichen sich

diese beiden Effekte nicht notwendig aus; die Entlastung der Anteilseigner im Bereich der Zuflüsse hängt wesentlich von der Frage ab, in welchem Umfang ausschüttbare Gewinne überhaupt geplant werden und welche Ausschüttungsquote angenommen wird. Darauf kommt es aber nicht an. Die Unternehmensbewertung muss sich nicht nach der Methode richten, welche zum höchsten Wert führt; erst Recht kann keine Kombination möglichst wertsteigernder Berechnungsmethoden verlangt werden.

Für die Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes nach IDW S1 Stand 18.10.2005 lässt sich allerdings anführen, dass das hier verwendete Tax-CAPM die empirisch beobachtbaren Aktienrenditen realitätsnäher zu erklären vermag, indem es die unterschiedliche Besteuerung von Zinseinkünften, Dividenden und Kursgewinnen besser abbildet (vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rz. 129; zustimmend Riegger in KölnKomm/SpruchG, Anh. § 11 Rz. 31; Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöppel, Wpg 2006, 1005, 1014; ausführlich Hower, Unternehmensbewertung mit dem Tax-CAPM: Fortschritt oder nicht pragmatische Komplexitätssteigerung?, S. 102 ff., 129; kritisch dagegen OLG München v. 2.4.2008 – 31 Wx 85/06, OLGReport München 2008, 446 [juris Rz. 35]).

Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung ist nach IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 124) ein Vergleich der Investition in das zu bewertende Unternehmen mit einer anderen Investition am Aktienmarkt; die Investition in das Vergleichsobjekt muss dem Anleger einen vergleichbaren Ertrag bringen. Werden diese Erträge besteuert, müssen die Steuern bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden (vgl. Ballwieser/Kruschwitz/Löffler, Wpg 2007, 765, 765; Jonas/Löffler/Wiese, Wpg 2004, 889, 896 ff.). Dabei ist – jedenfalls für den hier maßgeblichen Zeitraum – zu bedenken, dass Zinsen grundsätzlich voll steuerbar sind, Dividenden zwar steuerbar sind, aber im Halbeinkünfteverfahren auf der Ebene des Anteilseigners nur dem halben Steuersatz unterliegen und Kursgewinne (jedenfalls bei einer Haltedauer von über einem Jahr und einer nur unwesentlichen Beteiligung) grundsätzlich nicht steuerbar sind (vgl. Hower, Unternehmensbewertung mit dem Tax-CAPM: Fortschritt oder nicht pragmatische Komplexitätssteigerung?, S. 119; Jonas/Löffler/Wiese, Wpg 2004, 889, 904).

Zieht man dennoch zur Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern entsprechend IDW S1 Stand 28.6.2000 den typisierten vollen Einkommensteuersatz von 35 % von der Summe aus Basiszinssatz und Risikozuschlag ab, wird entgegen der steuerrechtlichen Realität eine einheitliche Besteuerung unterstellt. Eine solche Unterstellung auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes vermag indessen – trotz der damit verbundenen Komplexitätsreduzierung – dann nicht zu überzeugen, wenn andererseits dem unterschiedlichen Zugriff der Einkommensteuer auf der Ebene der Nettoeinnahmen trotz der damit verbundenen Komplexität Rechnung getragen wird, indem durch Abkehr von der Vollausschüttungsannahme nur von den ausgeschütteten, nicht aber von den thesaurierten Erträgen der typisierte hälftige Einkommensteuersatz abgezogen wird (vgl. Hower, Unternehmensbewertung mit dem Tax-CAPM: Fortschritt oder nicht pragmatische Komplexitätssteigerung?, S. 123). Dies gilt jedenfalls dann, wenn eine Differenzierung auf der Ebene des Kapitalisierungszinssatzes durch das Tax-CAPM möglich ist (Jonas/Löffler/Wiese, Wpg 2004, 889, 900).

(2.2) Die im Rahmen einer danach zulässigen Nachsteuerbetrachtung gemäß IDW S1 Stand 18.10.2005 zu berücksichtigende Marktrisikoprämie ist aufgrund richterlicher Schätzung gem. § 287 Abs. 2 ZPO mit 5,5 % anzusetzen; dies entspricht dem Unternehmenswertgutachten der V.

(2.2.1) Eine empirisch genaue Festlegung der Marktrisikoprämie ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich.

Die Bestimmung der Marktrisikoprämie ist Gegenstand intensiver Auseinandersetzungen unter Wirtschaftswissenschaftlern. Die zur Ermittlung der Marktrisikoprämie durchgeführten empirischen Studien ergeben ein vielfältiges Bild (vgl. dazu die tabellarische Übersicht bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 254, dort auch zu den Untersuchungen von Stehle 1999 und 2004).

Aus der Studie von Dimson/Marsh/Staunton (The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, <http://ssrn.com/abstract=891620>), auf die sich einige Antragsteller berufen, ergeben sich keine wesentlichen zusätzlichen Erkenntnisse, da die dort für Deutschland ausgewiesenen Werte jedenfalls für den Zeitraum 1955 bis 1994 den bei den vorgenannten Studien bereits berücksichtigten Untersuchungen von Stehle entnommen sind (vgl. Dimson/Marsh/Staunton, The Worldwide Equity Premium: A Smaller Puzzle, <http://ssrn.com/abstract=891620>, S. 33).

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller ist empirisch nicht erwiesen, dass eine Überrendite von Aktien gar nicht existiert. Der von einigen Antragstellern angeführte Beitrag von Wenger (AG 2005 Sonderheft Fair Valuations, 9, 13 ff.) enthält keine eigene empirische Ermittlung der Marktrisikoprämie, sondern setzt sich kritisch mit den Ergebnissen der Studien von Stehle aus dem Jahr 2004 auseinander. Die weiter angeführte Studie des DAI (Aktien vs. Renten, 2004) enthält ebenfalls keine eigene empirische Ermittlung der Marktrisikoprämie, sondern vergleicht lediglich allgemein die Rentabilität von Aktien und Rentenpapieren. Dabei wird zwar aufgezeigt, dass sieben von 13 ausgewerteten Untersuchungen zu dem Ergebnis kommen, Aktien seien nicht rentabler als Rentenpapiere. Zu bedenken ist aber, dass dort ausgewertete Studien, die Renten für rentabler als Aktien halten, teilweise die Auswirkungen von Steuern und Inflation nicht berücksichtigen (z.B. die Studie von HCBS Trinkaus & Burkhardt in DAI, Aktien vs. Renten, S. 83, oder die Studie der Credit Suisse in DAI, Aktien vs. Renten, S. 39) und teilweise kurze Zeiträume betreffen, in denen Aktienwerte erheblich gefallen sind (z.B. HCBS Trinkaus & Burkhardt in DAI, Aktien vs. Renten, S. 83: 1992–2002).

Vergleiche von Aktien und Staatsanleihen, die sich auf das Gegenüberstellen von Indexwerten vor und nach Beginn einer Finanz- und Wirtschaftskrise beschränken (vgl. den Vergleich REXP-CDAX-DAX 16.2.2007 – 4.12.2009, Bl. VIII 841) oder die den Vergleichszeitraum inmitten einer Finanz- und Wirtschaftskrise enden lassen (vgl. den Vergleich REXP-DAXP 31.12.1967 – 14.12.2009, Bl. VIII 891 – 893), sind nicht geeignet, eine Überrendite von Aktien zu widerlegen. Naturgemäß erzielen Aktien in Finanz- und Wirtschaftskrisen schlechtere Renditen als (quasi) risikofreie Staatsanleihen. Die Entwicklung der Aktienrenditen in Krisenzeiten – etwa Asienkrise Ende der 1990er Jahre, Börsencrash von 1987 oder Ölkrise in den 1970er Jahren – sind in langfristig angelegten empirischen Untersuchungen zur Marktrisikoprämie allerdings bereits berücksichtigt, so etwa in der Untersuchung der Aktienrenditen von 1955 bis 2003 durch Stehle (vgl. Wpg 2004, 906). Die Argumentation einiger Antragsteller, bei einer Aktienrendite, die gut das Doppelte der Rendite von Staatsanleihen beträgt, würde niemand mehr in Staatsanleihen investieren (Bl. VIII 843 f.), verkennt das höhere Risiko der Aktienanlage, etwa durch Insolvenz des Unternehmens, Dividendenausfälle oder durch Kursverluste faktisch eingeschränkte Desinvestitionsmöglichkeit.

(2.2.2) Die empirischen Erkenntnisse gebieten nicht, von der bisherigen Auffassung des Senats Abstand zu nehmen; die bislang vom Senat nach § 287 Abs. 2 ZPO geschätzte Vorsteuermarktrisikoprämie von 4,5 % (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 49 f.]) orientiert sich am Mittelwert der Erkenntnisse der Wirtschaftswissenschaft.

Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW empfiehlt als Vorsteuermarktrisikoprämie einen Wert zwischen 4,0 % bis 5,0 % (vgl. Fachnachrichten IDW 2005, 70, 71). Betrachtet man empirisch ermittelte Vorsteuer-Marktrisikoprämien (dazu oben 2.2.1), weisen diese eine Bandbreite von 2,66 % bis 8,2 % auf. Beschränkt man die Betrachtung auf die Untersuchung Stehles aus dem Jahr 2004, welche die Schätzwerte auf der Basis des insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen geeignet erscheinenden CDAX ermittelte, ergeben sich Werte zwischen 2,66 % (geometrisches Mittel) und 5,46 % (arithmetisches Mittel).

Entgegen der Auffassung des LG ist es nicht geboten, zur Vermeidung von Verzerrungen, die aus der Einbeziehung der 1950er Jahre in empirische Untersuchungen resultieren, an den unteren Rand der vertretenen Bandbreiten zu gehen. Zwar kommt der Auswahl des Untersuchungszeitraums bei der empirischen Ermittlung der Marktrisikoprämie eine wesentliche Bedeutung zu. Den Untersuchungen Stehles wird in diesem Zusammenhang vorgeworfen, durch die Einbeziehung des Aufholprozesses der deutschen Wirtschaft nach Krieg und Währungsreform in den 1950er Jahren die langfristige Überrendite von Aktien nach oben zu verzerren (vgl. Wenger, AG 2005 Sonderheft Fair Valuations, 9, 13). Stehle berücksichtigt aber nur die zweite Hälfte der 1950er Jahre; den Zeitraum 1948 bis 1954 blendet er wegen des Kurssturzes im Rahmen der Währungsreform Mitte 1948 und wegen den außergewöhnlichen Kurssteigerungen in den Folgejahren aus, die mit Krieg und Kriegsfolgen zusammenhängen (Stehle, Wpg 2004, 906, 920). Im Übrigen spricht die Untersuchung Stehles aus dem Jahr 1999, welche die 1950er Jahre vollständig ausblendet und sich stattdessen auf einen Untersuchungszeitraum von 30 Jahren von 1969 bis 1998 beschränkt, gegen eine wesentliche Verzerrung der Marktrisikoprämie nach oben durch die Berücksichtigung der zweiten Hälfte der 1950er Jahre; die Untersuchung aus dem Jahr 1999 kommt zu einer höheren Marktrisikoprämie als seine Untersuchung aus dem Jahr 2004, welche die zweite Hälfte der 1950er Jahre einschließt (vgl. die Übersicht bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 254).

Auch die vom LG angesprochene Auseinandersetzung über die Frage, ob das arithmetische oder das geometrische Mittel die langfristige Überrendite von Aktien zutreffend wiedergibt, gebietet keinen Abschlag bei der Marktrisikoprämie; die Schätzung des Senats entspricht in etwa dem Mittelwert der Werte, die sich bei arithmetischer Mittelung einerseits und geometrischer Mittelung andererseits ergeben. Nach dem gegenwärtigen Erkenntnisstand der Wirtschaftswissenschaften ist weder die eine noch die andere Methode zur Mittelwertbildung als die allein richtige anzusehen. Gegen das arithmetische Mittel wird vorgebracht, es führe bei Betrachtungen über mehrere Perioden zu unzutreffenden Ergebnissen, wenn bei Renditeschwankungen positive Periodenrenditen nicht entnommen würden (vgl. Bl. VII 746 S. 14). Nach anderer Ansicht können sowohl beim arithmetischen als auch beim geometrischen Mittel Verzerrungen (beim arithmetischen Mittel nach oben, beim geometrischen Mittel nach unten) auftreten (vgl. Stehle, Wpg 2004, 906, 919). Eine eindeutige Aussage, welche Berechnungsweise zu wählen ist, kann vor diesem Hintergrund nicht getroffen werden (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 219).

(2.2.3) Da bei der hier durchzuführenden Unternehmensbewertung für die Marktrisikoprämie kein Vorsteuer-, sondern ein Nachsteuerwert anzusetzen ist (dazu oben (2.1)), ist der Vorsteuerwert von 4,5 % allerdings in einen Nachsteuerwert umzurechnen. Entgegen dem Vorgehen der Antragsgegnerin (Bl. VI 342) ist dabei keine Umrechnung anhand der konkreten Werte durchzuführen, die den vom Senat bislang entschiedenen Fällen zugrunde lagen. Stattdessen ist eine eigenständige Schätzung gem. § 287 Abs. 2 ZPO durchzuführen.

Betrachtet man die Nachsteuerwerte der auf den CDAX bezogenen Untersuchung Stehles aus dem Jahr 2004, ergeben sich Werte zwischen 3,83 % (geometrisches Mittel) und 6,66 % (arithmetisches Mittel). Der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW hat für die Marktrisikoprämie nach Steuern eine Bandbreite von 5,0 % bis 6,0 % empfohlen (vgl. Fachnachrichten IDW 2005, 70, 71). Bei der Empfehlung dieser Bandbreite wurden die vom LG angesprochenen Auseinandersetzungen über die richtige Mittelwertbildung bereits berücksichtigt (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöppel, Wpg 2006, 1005, 1019).

Entsprechend dem bisherigen Vorgehen des Senats erscheint es angemessen, die anzusetzende Marktrisikoprämie nach Steuern an der Mitte dieser Bandbreiten zu orientieren, die jeweils bei etwa 5,5 % liegt. Dies entspricht den Annahmen der Bewertungspraxis (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 128).

(3) Der Betafaktor ist entgegen der Auffassung des LG ebenfalls entsprechend dem Unternehmenswertgutachten der V anzusetzen. Der – an die für die einzelnen Perioden geplanten Verschuldungsgrade jeweils anzupassende – Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens beträgt demnach 1,1.

(3.1) Der demgegenüber deutlich niedrigere, vom Antragsteller Ziff. 49) auf der Grundlage der Kursdaten der K-Aktie im Zeitraum eines Jahres vor der Hauptversammlung am 16.2.2007 errechnete historische Betafaktor ist wegen der zugrunde gelegten Messperiode zur Prognose des künftigen Betafaktors der K ungeeignet.

(3.1.1) Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält (vgl. Ballwieser, Unternehmensbewertung, S. 93; Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 728 f.). Er drückt demnach die Höhe des unternehmensindividuellen Risikos aus (vgl. Riegger in KölnKomm/SpruchG, Anh. § 11 Rz. 21; Simon/Leverkus in SpruchG, Anh. § 11 Rz. 129; Spremann, Valuation, S. 133). Dabei misst der Betafaktor das systematische Risiko einer Aktie; er beschreibt, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 309; Spremann, Valuation, S. 136). Dies bedeutet, dass der im Rahmen des CAPM einzusetzende Betafaktor kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert ist (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 745; Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 68). Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenige einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (peer group) oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein (vgl. Spremann, Valuation,

S. 138; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 324 f.; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 129).

Zur Ermittlung des historischen Betafaktors untersucht man die anhand einzelner Stichproben während einer bestimmten Messperiode ermittelte Rendite der Aktie des zu bewertenden Unternehmens (Einzelrendite), also deren Kursänderungen (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 56) einerseits, und die Rendite des zugrunde gelegten Aktienindex (Marktrendite) andererseits. Dabei ergibt sich der Betafaktor aus der Steigung der Ausgleichsgeraden (Regressionsgeraden) zwischen den jeweiligen Wertepaaren, die mithilfe der Methode der kleinsten Quadrate (OLS-Methode, vgl. Becker, historische vs. fundamentale Betafaktoren, S. 33) bestimmt wird (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 38 f., 67 f.).

Der Antragsteller Ziff. 49) hat in seinem Schriftsatz vom 25.2.2008 (vgl. Bl. VI 363) auf der Grundlage der historischen Kurse der Aktie der K im Zeitraum von einem Jahr vor der Hauptversammlung (17.2.2006 bis 16.2.2007) einen Betafaktor von 0,445 errechnet (Bl. VI 363). Dem lagen eine Orientierung an dem im Verhältnis zum DAX breiteren CDAX, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse im General Standard und Prime Standard notierten deutschen Aktien enthält, sowie wöchentliche Kursintervalle zugrunde, aus denen insgesamt 53 Datenpunkte (Messpunkte) ermittelt wurden. Für den Fall der Verwendung von Logarithmen der Aufzinsungsfaktoren anstelle von Wochenrenditen (vgl. dazu Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 57) errechnete er im gleichen Untersuchungszeitraum alternativ einen Betafaktor von 0,449.

(3.1.2) Die vom Antragsteller Ziff. 49) zugrunde gelegte Messperiode ist jedoch nicht geeignet, im Zuge der Berechnung des Risikozuschlags im Ertragswertverfahren einen künftigen Betafaktor der K zu schätzen.

Ebenso wie die Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses als Untergrenze für die angemessene Abfindung darf die Messperiode für die Ermittlung des Betafaktors im Zuge der Ertragswertermittlung nicht erst am Tag der Hauptversammlung enden, die über die Maßnahme beschließt, die Anlass der Bewertung ist. Vielmehr muss die Messperiode spätestens am Tag der Bekanntmachung der Maßnahme enden (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 143).

Bei der Ermittlung des Börsenkurses ist nach der Auffassung des Senats der Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung ungeeignet, weil der Börsenkurs in diesem Zeitraum durch die Bekanntgabe der Maßnahme und die zu erwartende Abfindung beeinflusst wird; die Berücksichtigung der Kurse dieses Zeitraums führt deshalb zu einem Zirkelschluss (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 23], näher dazu oben II.1. c)).

Die Abfindungserwartungen beeinflussen indessen nicht nur den Börsenkurs, sondern auch den auf der Grundlage historischer Kursdaten ermittelten Betafaktor. Nach den Erkenntnissen der Wirtschaftswissenschaft kann die Veröffentlichung von Unternehmensinformationen, die Kursbewegungen auslösen, den Betafaktor verändern (vgl. Becker, historische vs. fundamentale

Betafaktoren, S. 53). Der dennoch auf dieser Grundlage errechnete Betafaktor gibt nicht das unternehmensspezifische Risiko wieder, er beruht vielmehr auf einer Störung.

Dies liegt auf der Hand, wenn man bedenkt, dass der Betafaktor aus den Veränderungen des Börsenkurses der K-Aktie errechnet wird. Hier stieg der Börsenkurs der K-Aktie aufgrund von Abfindungserwartungen nach dem 15.12.2006 zunächst deutlich an und stabilisierte sich anschließend auf einem den Abfindungserwartungen entsprechenden Niveau (dazu im Einzelnen oben II.1. c) bb) (2) und cc) (1)). Die im Betafaktor zum Ausdruck kommende Volatilität des Kurses der K-Aktie im Verhältnis zum Marktportfolio, der bei den Messpunkten 1 bis 42 des Antragstellers Ziff. 49) zwischen 23,90 und 28,50 € lag, reduzierte sich ab dem 15.12.2006 (Messpunkte 43 bis 53), als sich der Kurs nur noch zwischen 32,30 und 33,90 bewegte (vgl. Bl. V 147; Bl. VI 363 Rückseite).

Bedenkt man darüber hinaus, dass die Stabilität eines Betafaktors wesentlich von der Liquidität der Aktie abhängt (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 233), beeinflussten die Folgen der Bekanntgabe der Maßnahme am 15.12.2006 auch die statistische Güte des vom Antragsteller Ziff. 49) errechneten Betafaktors. Das Handelsvolumen der K-Aktie (vgl. dazu Bl. V 147) stieg nach der Bekanntgabe der geplanten Maßnahme am 15.12.2006 und erneut nach Fertigstellung des gemeinsamen Berichts sowie Bekanntgabe des Abfindungsangebots am 3.1.2007 aufgrund von Abfindungserwartungen deutlich an (dazu im Einzelnen oben II.1. c) bb) (2) und cc) (1)). Die beschriebene Störung verbesserte damit tendenziell die statistische Güte des vom Antragsteller Ziff. 49) errechneten Betafaktors.

(3.1.3) Dem kann nicht entgegen gehalten werden, das Stichtagsprinzip gebiete, bei der Schätzung des künftigen Betafaktors den innerhalb eines Jahres unmittelbar vor der Hauptversammlung gemessenen historischen Betafaktor zugrunde zu legen. Für den vergleichbaren Fall der Bestimmung des Börsenkurses ist anerkannt, dass nicht der notwendig zufällige Kurs zum Bewertungsstichtag, sondern ein Durchschnittskurs maßgeblich ist (vgl. OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 18] m.w.N.). Für die Bestimmung dieses Referenzzeitraums kommt es nur darauf an, welche Periode die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag am besten wiedergibt.

(3.2) Zudem erscheint der vom Antragsteller Ziff. 49) errechnete Betafaktor wegen seiner zweifelhaften statistischen Signifikanz zur Prognose des künftigen Betafaktors ungeeignet.

(3.2.1) Sowohl das vom Antragsteller Ziff. 49) selbst angegebene Bestimmtheitsmaß als auch der von ihm angegebene t-Wert begründen erhebliche Zweifel an der statistischen Signifikanz.

Bei der Ermittlung des Bestimmtheitsmaßes wird die Abweichung der im Rahmen der Stichproben gemessenen Werte von der Regressionsgeraden untersucht (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 68). Daraus folgt ein Wert zwischen Null und Eins. Geht der Wert gegen Null, fehlt dem Betafaktor die statistische Signifikanz (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 68; Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 67). In der Bewertungspraxis werden unterschiedliche Bestimmtheitsmaße gefordert (vgl. dazu die Beispiele bei Knoll, CFO aktuell 2007, 210, 211: mindestens 0,15 bzw. 0,50). Das vom Antragsteller Ziff. 49) für den von ihm errechneten Betafaktor angegebene Bestimmtheitsmaß von 0,051 liegt jedoch nahezu bei Null; für das marginal

höhere Bestimmtheitsmaß von 0,054 bei Errechnung des Betafaktors mit logarithmischen Renditen gilt nichts Anderes.

Ähnliches gilt für den t-Wert. Mittels des t-Tests wird untersucht, ob der jeweilige Regressionskoeffizient signifikant von Null verschieden ist (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 69 f.). Mit dem theoretischen t-Wert und dem Standardfehler des Regressionskoeffizienten kann dabei für ein vorgegebenes Konfidenzniveau das Konfidenzintervall (Vertrauensintervall, vgl. zum Begriff des Konfidenzintervalls Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 66) bestimmt werden. Für ein Konfidenzniveau von 95 % – also bei einer üblicherweise tolerierten Irrtumswahrscheinlichkeit von 5 % – beträgt der einzusetzende t-Wert 1,96 (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 70). Der vom Antragsteller Ziff. 49) angegebene t-Wert liegt mit 1,64 indessen unter dem Wert von 1,96; auch in diesem Fall gilt bei alternativer Berechnung mit logarithmischen Renditen (t-Wert hier 1,69) nichts Anderes.

(3.2.2) Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass sich die statistische Güte des auf der Grundlage historischer Kursdaten der K errechneten Betafaktors durch eine Erhöhung der Zahl der Messpunkte verbessern ließe.

Nach den Ausführung im Unternehmenswertgutachten V (GB S. 74), die von A bestätigt wurden (PB S. 22), ergibt eine Betrachtung historischer Kursdaten der Aktie der K trotz unterschiedlicher, auch längerer Messperioden und Bezugsindizes keine statistisch signifikanten Werte.

Jedenfalls lassen sich Zweifel an der statistischen Güte eines Betafaktors nicht durch bloße Verlängerung des Messperiode beheben. Dabei ist zu bedenken, dass es je weiter man in die Vergangenheit zurück geht, desto fraglicher wird, ob sich die dortigen Verhältnisse in die Zukunft hinein fortschreiben lassen. Bei einer Erhöhung der Zahl der Messpunkte nimmt die Stabilität des Betafaktors zwar im Allgemeinen zu (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 325; Becker, historische vs. fundamentale Betafaktoren, S. 44). Die damit verbundene Ausweitung der Messperiode in die Vergangenheit verbessert aber die Eignung des historischen Betafaktors für die Prognose des künftigen Betafaktors nicht, weil die Aussagekraft des historischen Betafaktors durch Strukturbrüche beeinträchtigt werden kann, die mit politischen, gesamtwirtschaftlichen oder unternehmensspezifischen Ereignissen der Vergangenheit in Verbindung stehen (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 215).

(3.2.3) Die Argumente der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters für den vom Antragsteller Ziff. 49) errechneten historischen Betafaktor dringen demgegenüber nicht durch.

Die Antragsteller können sich zunächst nicht darauf berufen, aus der zweifelhaften statistischen Signifikanz des vom Antragsteller Ziff. 49) errechneten Betafaktors folge nicht, dass erwiesen sei, dass der Betafaktor der K nicht Null betrage (vgl. VI 362). Es steht umgekehrt nicht fest, dass der künftige Betafaktor eines Unternehmens bei einem statistisch nicht signifikanten historischen Betafaktor mit Null gleichzusetzen ist (vgl. Knoll, CFO aktuell 2007, 210, 212).

Die Heranziehung des historischen Betafaktors trotz fehlender statistischer Signifikanz ist im Übrigen nicht schon deshalb geboten, weil sonst die Rechtfertigung zur Ermittlung des Risikozuschlags anhand des CAPM entfiele (so aber Knoll, CFO aktuell 2007, 210, 212; Knoll, ZSteu 2006, 468, 476). Zwar liegt der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Kapitalmarktdaten. Diese müssen aber nicht zwingend den eigenen Kursen der Aktien des zu bewertenden Unternehmens entnommen werden. Dies folgt schon daraus, dass ansonsten neu an die Börse gebrachte Aktiengesellschaften oder nicht börsennotierte Unternehmen nicht anhand des CAPM bewertet werden könnten. Indessen ermittelt die Praxis der Wirtschaftsprüfer auch hier den Betafaktor anhand von Kapitalmarktdaten, allerdings anhand derer branchen- und risikogleicher Unternehmen, die an der Börse notiert sind (sog. peer group, vgl. Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 313). In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird sogar die Auffassung vertreten, aus den Kapitalmarktdaten mehrerer Unternehmen derselben Branche gewonnene „Branchenbetas“ seien grundsätzlich aussagekräftiger als die Verwendung eigener historischer Betafaktoren des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 325; für eine Betaschätzung aufgrund einer Portfeuillebildung Stock, Zur Relevanz von CAPM-Anomalien für den deutschen Aktienmarkt, S. 67); historisch ermittelte Betafaktoren seien in der Regel zu instabil, um sie in die Zukunft hinein fortzuschreiben (vgl. Becker, historische vs. fundamentale Betafaktoren, S. 49; kritisch zur Eignung historisch ermittelter Betafaktoren zur Schätzung des künftigen Betafaktors auch Spremann, Valuation, S. 139; Zweifel an der hinreichenden Stabilität historischer Betafaktoren äußert auch Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 71 f.). Schließlich ist zu bedenken, dass eine kapitalmarktorientierte Ermittlung des Risikozuschlags gegenüber seiner pauschalen Bestimmung nicht nur dann vorzuzugswürdig erscheint, wenn alle Parameter empirisch ermittelt werden können; das CAPM verdient schon wegen seiner größeren Transparenz den Vorzug (dazu oben (1)). Dieser Vorteil der Transparenz wird nicht dadurch beeinträchtigt, dass einzelne Parameter wiederum durch Schätzungen gewonnen werden, zumal ihre streng empirische Ermittlung angesichts dessen, dass es sich um zukunftsgerichtete Werte handelt, ohnehin denknotwendig ausgeschlossen ist.

Entgegen der u.a. vom Antragsteller Ziff. 49) in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vertretenen Auffassung ist nicht davon auszugehen, dass kleine Bestimmtheitsmaße bei beherrschten Unternehmen notwendige Folge des wegen der Beherrschung nur geringen Betafaktors sind (so Knoll, CFO aktuell 2007, 210, 211 f.). Zwar kommen empirische Studien bei Gesellschaften, bei denen ein Squeeze-out durchgeführt wurde, zu dem Ergebnis, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen kleinen Betafaktoren und beherrschten Gesellschaften bestehe (vgl. Erhardt/Nowak, AG Sonderheft 2005, 3, 8; Brühle/Erhardt/Nowak, ZfB 2008, 455, 472). Die Aussagekraft historisch ermittelter Betafaktoren wird aber bei der für Squeeze-out-Fälle wegen des geringen Streubesitzes typischerweise nur geringen Liquidität der Aktie beeinträchtigt (vgl. Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 115 ff.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 325; ähnlich Stock, Zur Relevanz von CAPM-Anomalien für den deutschen Aktienmarkt, S. 66). Zwar werden Korrekturverfahren vorgeschlagen, welche die Aussagekraft von historisch ermittelten Betafaktoren bei geringem Handelsvolumen verbessern sollen, etwa die Entnahme der Stichproben an den Tagen, an denen tatsächlich Handelstätigkeit festzustellen ist (beispielsweise „trade-to-trade-Verfahren“, vgl. dazu Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 120 f.). Ob die Beeinträchtigungen der

Aussagekraft historisch ermittelter Betafaktoren auf diese Weise beseitigt werden können, ist aber umstritten (befürwortend Erhardt/Nowak, AG Sonderheft 2005, 3, 8; Brüchle/Erhardt/Nowak, ZfB 2008, 455, 470 ff.; kritisch dagegen Zimmermann, Schätzung und Prognose von Betawerten: Eine Untersuchung am deutschen Aktienmarkt, S. 123; für eine generelle Unbrauchbarkeit historisch ermittelter Betafaktoren bei illiquiden Aktien Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 325; kritisch speziell zu den genannten Studien Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 130). Bedenken gegen die Annahme, dass beherrschte Unternehmen typischerweise kleine Betafaktoren aufweisen, ergeben sich jedenfalls aus einer Kontrollüberlegung: Tendiert der Betafaktor beherrschter Unternehmen gegen Null, entspräche der Kapitalisierungszinssatz in diesen Fällen tendenziell dem Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen. Es ist indessen nicht ersichtlich, warum sich der Mehrheitsaktionär sein aufgrund seines Beteiligungsumfangs entsprechend höheres unternehmerisches Risiko auch aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht durch einen Risikozuschlag abgelten lassen sollte (vgl. Popp, Wpg 2006, 436, 446; ähnlich Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 130). Allein die Beherrschung eines Unternehmens senkt zudem das unternehmerische Risiko nicht – durch die Abhängigkeit von einem Hauptaktionär kommt eher das Risiko von dessen Insolvenz als zusätzliches Risiko hinzu (vgl. Wittgens/Redeke, ZIP 2008, 542, 545).

(3.3) Im Rahmen der nach § 287 Abs. 2 ZPO gebotenen Schätzung ist der künftige Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens mit 1,1 anzusetzen. Dieser im Rahmen des Unternehmenswertgutachtens der V angenommene Wert erscheint im Gegensatz zu dem vom Antragsteller Ziff. 49) errechneten historischen Betafaktor geeignet, das aus der unternehmensspezifischen Risikostruktur folgende systematische Risiko der K in der Zukunft angemessen auszudrücken.

(3.3.1) Eine fundamentalanalytische Betrachtung der unternehmensspezifischen Risikofaktoren ergibt zunächst, dass das operative Risiko der K bei Ausblendung der Kapitalstruktur – also trotz ihres vergleichsweise geringen Verschuldungsgrades – über dem Durchschnittsrisiko des Marktportfolios liegt. Diese von A gebilligte (PB S. 22) Feststellung im Rahmen des Unternehmenswertgutachtens der V (GB S. 76) ist nicht zu beanstanden.

Gegen die fundamentalanalytische Berücksichtigung von unternehmensspezifischen Risikofaktoren bei der Schätzung des Betafaktors können nicht von vornherein methodische Bedenken erhoben werden. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ist für die Schätzung des Betafaktors neben der Verwendung von historischen Betafaktoren konkreter Vergleichsunternehmen auch die Nutzung von „Branchenbetas“ anerkannt (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 324 f.). Betafaktoren können aber nicht nur aus Branchendaten, sondern auch aus anderen Umständen der Wirtschaftstätigkeit abgeleitet werden, etwa der Erkenntnis, dass Versorgungsunternehmen in der Regel ein geringeres und Technologieunternehmen in der Regel ein höheres Risiko als das Marktportfolio aufweisen (vgl. Spremann, Valuation, S. 138). Dies entspricht der Empfehlung des IDW S1 Stand 18.10.2005 (Rz. 99), bei der Bemessung des Risikozuschlags die durch externe und interne Einflüsse wie Standort-, Umwelt- und Brancheneinflüsse, Kapitalstruktur, Kundenabhängigkeit und Produktprogramm geprägte spezifische Risikostruktur des Bewertungsobjekts zu berücksichtigen (vgl. OLG Düsseldorf, I-26 W 5/06 AktE [juris Rz. 50]).

Angesichts der unternehmensspezifischen Risiken der K erscheint es nicht plausibel, den Betafaktor entsprechend dem vom Antragsteller Ziff. 49) errechneten historischen Wert nahe bei Null anzusetzen mit der Folge, dass der Kapitalisierungszins tendenziell dem Zinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen entspräche.

Die K zeichnet sich vielmehr durch ein erhöhtes operatives Risiko aus, das sich vor allen Dingen aus folgenden Risikofaktoren ableitet:

Das Unternehmen der K ist nicht hinreichend diversifiziert. Das Risiko des Unternehmens wird im Wesentlichen vom Geschäftsfeld P. bestimmt, dessen Umsatzanteil derzeit mehr als 90 % beträgt. Das weitere Segment B. T. vermag angesichts seiner geringen Ausgangsgröße trotz hoher Zuwachsraten auf absehbare Zeit keine auch nur annähernd gleichwertige Bedeutung zu erlangen (dazu oben b) cc) (1) (1.2)). Zwar handelt es sich bei dem Segment P. nicht um ein einzelnes Produkt, sondern um eine Produktgruppe. Zu bedenken ist aber, dass Chancen und Risiken der Einzelprodukte innerhalb dieses Segments angesichts der Identität der Nachfrager (Skigebiete) und der Risiken (Schneesicherheit, Investitionsneigung der Skigebietsbetreiber) im Wesentlichen identisch sind. Zwar trifft es zu, dass auch Großunternehmen vergleichbare Abhängigkeiten von einem Produkt bzw. einer Produktgruppe aufweisen, etwa nicht diversifizierte tätige Automobilhersteller wie X oder Y. Bei der Betrachtung des unternehmensspezifischen Risikos ist aber zu bedenken, dass die Absatzmärkte für Sportwagen und andere Automobile grundsätzlich größer sind als diejenigen für Pistenfahrzeuge.

Im Ausgangspunkt zu Recht weist die Antragsgegnerin außerdem darauf hin, dass die K „Luxusgüter“ herstellt. Daran trifft zu, dass der Wintersport, dessen Umsätze die Erträge der Skigebietsbetreiber und damit die Investitionsneigung der Abnehmer der Produkte der K bestimmen, einen Luxusbedarf befriedigt. Eine Reduzierung der Mittel, die für den Konsum zur Verfügung stehen, wird sich deshalb auf den künftigen Absatzerfolg der K grundsätzlich stärker auswirken als auf solche Unternehmen des Marktportfolios, deren Produkte einen Grundbedarf abdecken.

Zu bedenken ist in diesem Zusammenhang auch das Marktumfeld der K, das der für A als Vertragsprüfer tätige, vom LG im Termin zur mündlichen Verhandlung am 12.2.2008 gehörte sachverständige Zeuge P. überzeugend als reifen Markt eingeschätzt hat, der durch aggressive, auf Preiswettbewerb setzende Wettbewerber gekennzeichnet ist (Bl. VI 313). Dieser Umstand beschränkt nicht nur die Wachstumsmöglichkeiten des Unternehmens, sondern erhöht auch das Risiko, dass die geplanten Umsätze und Erträge tatsächlich realisiert werden können.

Entscheidend für ein erhöhtes operatives Risiko der K spricht die Wetterabhängigkeit ihrer unternehmerischen Tätigkeit. Der Investitionsbedarf und die Investitionsmöglichkeiten der Betreiber von Skigebieten bestimmen sich wesentlich danach, ob die Winter schneereich oder schneearm ausfallen (dazu näher oben b) cc) (1) (1.1)). Dass die Ertragsprognosen des Unternehmens tatsächlich eintreffen, hängt vor diesem Hintergrund wesentlich davon ab, dass in den einzelnen Jahren zumindest die den Prognosen zugrunde gelegte Schneesicherheit gewährleistet ist. Eine gewisse Wetterabhängigkeit zeichnet zwar auch andere Unternehmen aus, die Bestandteil des Marktportfolios sind, etwa Bauunternehmen, die Landwirtschaft oder den Tourismusbereich; sie kann aber für den Durchschnitt des Marktportfolios nicht festgestellt werden.

Schließlich ist im Zusammenhang mit der besonderen Wetterabhängigkeit des Unternehmens die Gefahr eines Klimawandels bzw. einer globalen Erwärmung zu berücksichtigen. Wenngleich weder zum Bewertungsstichtag noch heute mit hinreichender Sicherheit vorhergesagt werden kann, bis wann ein Temperaturanstieg um durchschnittlich 1, 2 oder 4 C eintreten wird, liegt dennoch gerade in dieser Unsicherheit ein Risiko, das den künftigen Unternehmenserfolg der K im Unterschied zum Durchschnitt des Marktportfolios wesentlich bestimmt. Dementsprechend haben die für die A als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfer bei ihrer Vernehmung durch das LG klargestellt, dass der Klimawandel zwar nicht durch Annahme eines künftigen Umsatzeinbruchs („worst-case-Szenario“), aber auf angemessene Weise bei der Bewertung berücksichtigt werden müsse (Bl. VI 316).

Der Berücksichtigung dieser Risikofaktoren bei der Bestimmung des Betafaktors kann nicht entgegen gehalten werden, ihnen sei bereits bei der Prognose der künftigen Erträge Rechnung getragen worden. Zwar schiene es nicht vertretbar, dasselbe Risiko sowohl durch einen Abschlag bei der Prognose der künftigen Erträge als auch durch einen Zuschlag beim Kapitalisierungszinssatz zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart v. 1.10.2003 – 4 W 34/93, AG 2004, 43 = DB 2003, 2429 [juris Rz. 38]). Die Unternehmensplanung, die den Ertragsprognosen zugrunde liegt, wurde aber nicht um Abschläge für die vorgenannten Risikofaktoren gekürzt. Sie vermied lediglich, die Ertragsprognosen auf Extremwerte der Vergangenheit aufzusetzen und entschied sich stattdessen für darunter liegende Ausgangswerte. Dementsprechend wurde bei der Planung der künftigen Umsatzerlöse beispielsweise nicht das besonders schneereiche Jahr 2005/2006 zugrunde gelegt, sondern auf einem etwas geringeren Niveau aufgesetzt, um von normalen Umsatzerlösen auszugehen (dazu oben b) cc) (1) (1.1)). Dies ist indessen nicht zu beanstanden. Zwar ist nicht unter Beachtung des Vorsichtsprinzips zu planen, man darf aber von mittleren Erwartungen ausgehen (vgl. Großfeld, Unternehmens- und Anteilsbewertung im Gesellschaftsrecht, 5. Aufl., Rz. 299); das Risiko, dass der danach geplante Wert tatsächlich erreicht wird, kann dann allerdings in den Kapitalisierungszinssatz Eingang finden.

Die Annahme eines erhöhten operativen Risikos der K wird nicht durch die von den Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter angeführten Umstände widerlegt.

Für ein ggü. dem durchschnittlichen Risiko des Marktportfolios reduziertes Risiko lässt sich nicht anführen, dass die K bereits vor dem Abschluss des BGV von der M (faktisch) beherrscht wurde. Zwar kommen empirische Studien bei Gesellschaften, bei denen ein Squeeze-out durchgeführt wurde, zu dem Ergebnis, dass ein signifikanter Zusammenhang zwischen kleinen Betafaktoren und beherrschten Gesellschaften bestehe (vgl. Erhardt/Nowak, AG Sonderheft 2005, 3, 8; Brühle/Erhardt/Nowak, ZfB 2008, 455, 472). Diese Ergebnisse erscheinen aber angesichts der in den untersuchten Fällen typischerweise geringen Handelsvolumina und vor dem Hintergrund ihres Widerspruchs zum Gedanken der Risikoaversion sowie der gegen sie erhobenen Kritik in der wirtschaftswissenschaftlichen und juristischen Literatur nicht hinreichend gesichert (dazu näher oben (3.2) (3.2.3)).

Für ein ggü. dem Marktportfolio geringeres Risiko der K lässt sich entgegen der Auffassung des gemeinsamen Vertreters (Bl. V 190) auch nicht anführen, dass sich der Kurs der K-Aktie in den vergangenen 10 Jahren stets besser entwickelt habe als der SDAX. Der SDAX (abgeleitet von Small-Cap-DAX) enthält 50 kleinere Unternehmen, sog. Small Caps, die den im MDAX – der seinerseits 50 Werte aus klassischen Branchen enthält, die nach der Marktkapitalisierung des Streubesitzes und nach

dem Börsenumsatz auf die Werte des DAX folgen – enthaltenen Werten hinsichtlich Orderbuchumsatz und Marktkapitalisierung folgen. Im SDAX findet sich eine große Bandbreite unterschiedlicher Gesellschaften von Kreditinstituten (A. Bank AG) über Transportunternehmen (A. B. P.) und Autozulieferern (B. AG) bis hin zu Unterhaltungselektronikherstellern (L. AG, M. AG) und Immobiliengesellschaften (C. R. E. AG, T. I. AG) oder Spezialmaschinenherstellern (J. AG). Er eignet sich daher weder als peer group für die K, noch vermag er das Marktportfolio zu repräsentieren, zu dessen durchschnittlichem Risiko das spezifische Risiko der K im Rahmen der Schätzung des Betafaktors ins Verhältnis zu setzen ist.

(3.3.2) Das erhöhte operative Risiko der K wird durch die um die Besonderheiten der Kapitalstruktur bereinigten Betafaktoren der im Rahmen des Unternehmenswertgutachtens der V (GB S. 75 f.) ermittelten Vergleichsunternehmen bestätigt.

Zur Bemessung des unternehmensspezifischen operativen Risikos der K wurden im Unternehmenswertgutachten der V (GB S. 75 f.) die auf historischen Kursdaten beruhenden Betafaktoren von Vergleichsunternehmen ermittelt. Da die unmittelbaren Wettbewerber in der Branche der K nicht börsennotiert sind und die Betafaktoren der börsennotierten Skigebietsbetreiber, die in Bezug auf viele Risikofaktoren ein vergleichbares unternehmensspezifisches Risiko aufweisen wie die K selbst, nicht hinreichend statistisch signifikant waren, wurden dabei die Betafaktoren börsennotierter Hersteller von Nutzfahrzeugen und Spezialmaschinen untersucht (GB S. 75 f.). Zu den fünf untersuchten Vergleichsunternehmen zählen der Hersteller von Kränen, Bergbau- und Straßenbaumaschinen sowie sonstigen Nutzfahrzeugen T. C. (...), die Schneemobile (Umsatzanteil 14–16 %) sowie andere Geländefahrzeuge und Motorräder herstellende P. I. Inc. (...), der weltweit führende Hersteller von Landtechnikprodukten D. & C. (...) sowie die japanischen Unternehmen K. W. Co Ltd. (Hersteller von mobilen Kränen und Baggern, Bohrmaschinen, Schneepflügen und Straßenreinigungsmaschinen) und K. K. K. Co. (Hersteller von Zementmischmaschinen, Müllwagen, Tanklastwagen und anderen Spezial-Lkw).

Dabei ist dem Einwand einiger Antragsteller im Beschwerdeverfahren, bei der Festlegung des Betafaktors sei zu beachten, dass das Marktportfolio im Durchschnitt einen deutlich höheren Verschuldungsgrad aufweise als die K, bereits Rechnung getragen. Zwar weist die K unbestreitbar einen vergleichsweise geringen Verschuldungsgrad auf. Die Vergleichsbetrachtung beschränkt sich vor diesem Hintergrund aber zu Recht auf den Vergleich des operativen Risikos. Dies wird durch eine Bereinigung der historisch ermittelten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen um das Kapitalstrukturrisiko durch Errechnung eines unverschuldeten Betafaktors erreicht. Unter Kapitalstrukturrisiko versteht man die Ausstattung eines Unternehmens mit Fremd- und Eigenkapital (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 131). Da die Fremdkapitalgeber vertraglich fixierte Zinsleistungen erhalten, die Eigenkapitalgeber dagegen keinen vertraglich bestimmten Anspruch auf eine Ausschüttung haben, ist das mit der Aufteilung der erwirtschafteten Einzahlungsüberschüsse zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern verbundene Risiko für die Anteilseigner umso höher, je größer der Verschuldungsgrad des Unternehmens ist (vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 383). Der Verschuldungsgrad errechnet sich aus dem Verhältnis des Marktwerts des Fremdkapitals zum Marktwert des Eigenkapitals (vgl. Baetge/Niemeyer/Kümmel in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 391). Ein hoher Verschuldungsgrad korrespondiert aus

Anlegersicht mit einem hohen finanziellen Risiko und erfordert unter sonst gleichen Bedingungen einen höheren Risikozuschlag (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 131).

Zwar hat das Unternehmenswertgutachten der V selbst angenommen, die von ihr zusammengestellte peer group und die darin vertretenen Unternehmen seien mit der K nicht vergleichbar. Diese Feststellung beruht aber lediglich auf dem Umstand, dass die Unternehmen der peer group durch ihre stärkere Diversifizierung nicht wie die K auf einem engen Markt tätig sind und ihre künftigen Absätze nicht im selben Ausmaß wie bei der K vom Wetter (Schneesicherheit) sowie vom Risiko der globalen Erwärmung (Klimawandel) abhängig sind (GB S. 75). Entgegen der Auffassung des LG bedeutet dies allerdings nicht, dass die Vergleichsunternehmen nicht zur Bemessung des Betafaktors der K herangezogen werden könnten oder dass für eine Bemessung des Betafaktors der K jegliche gesicherten Erkenntnisse fehlten. Da die Unternehmen der peer group gerade deshalb der K nicht vergleichbar sind, weil sie besondere, die K kennzeichnende Risiken nicht aufweisen, kann das unternehmensspezifische Risiko der K jedenfalls nicht unter dem Risiko der peer group liegen. Das Unternehmenswertgutachten der V hat den (unverschuldeten) Betafaktor der K daher folgerichtig – unter Abrundung zugunsten der außenstehenden Aktionäre – mit 1,1 bei dem Mittelwert der (unverschuldeten) Betafaktoren der peer group von 1,16 angesetzt (GB S. 76).

Die Einwendungen der Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters ggü. der Auswahl der Vergleichsunternehmen greifen demgegenüber nicht durch.

Entgegen der pauschalen Behauptung einiger Antragsteller ist die Zusammenstellung der Vergleichsunternehmen durch V nicht als willkürlich zu beanstanden. Vielmehr repräsentieren die Vergleichsunternehmen als spezialisierte Nutzfahrzeug- und Maschinenhersteller Unternehmen, die wie die K mit geringer Diversifizierung auf engen Märkten tätig sind. Dass der Markt für Pistenpräparierfahrzeuge noch enger ist als der Markt für Spezial-Lkw bzw. Bergbau- oder Straßenbaumaschinen, kann der Auswahl von Antragstellerseite aus den oben genannten Gründen ebenso wenig entgegen gehalten werden wie der Umstand, dass der Absatz von Bergbau- oder Straßenbaumaschinen in geringerem Umfang wetterabhängig ist als der Absatz von Pistenfahrzeugen. Vor diesem Hintergrund spielt es auch keine Rolle, dass der in Bezug auf die Wetterabhängigkeit grundsätzlich vergleichbare Bereich der Schneemobile nur rund 15 % der Umsätze des Vergleichsunternehmens P. I. Inc. ausmacht. Der unterschiedliche Verschuldungsgrad der Vergleichsunternehmen ist angesichts der Bereinigung des Kapitalstrukturrisikos unerheblich. Die Eignung der Vergleichsunternehmen entfällt angesichts der grundsätzlich weltweiten Tätigkeit der K auch nicht wegen ihrer ausländischen Sitze; ebenso wenig entfällt sie wegen der unterschiedlichen Marktkapitalisierung, die als solche über das unternehmensspezifische Risiko nichts aussagt.

Durch die von einzelnen Antragstellern vorgelegten Berechnungen aus der Datenbank B., die von den seitens V errechneten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen abweichen, wird die Richtigkeit der im Unternehmenswertgutachten der V verwendeten verschuldeten Betafaktoren der Vergleichsunternehmen nicht in Frage gestellt. Die Antragsgegnerin hat Berechnungen aus der B. Datenbank vorgelegt, welche die von V verwendeten Werte bestätigen (vgl. AG 14). Die abweichenden Berechnungen auf Antragstellerseite dürften neben der Auswahl einer Messperiode von fünf anstelle von zwei Jahren auf die Auswahl eines anderen Bezugsindex zurückzuführen sein (Standard & Poor's 500 anstelle von Russell 2000, vgl. B1. V 119). Gegen eine fünf- anstelle einer

zweijährigen Messperiode spricht indessen, dass die Annahme, die der Messperiode zugrunde liegenden Umstände ließen sich in die Zukunft hinein fortschreiben, umso fragwürdiger wird, je weiter die Messperiode in die Vergangenheit reicht (dazu oben (3.2) (3.2.2)). Im Übrigen ist nicht ersichtlich, dass der zwar die 2.000 kleinsten US-amerikanischen Aktiengesellschaften, aber nur 10 % der Marktkapitalisierung der US-Aktienmärkte repräsentierende Russell 2000 als das Marktportfolio abbildender Bezugsindex geeigneter wäre als der Standard & Poor's 500, der rund 75 % der US-amerikanischen Börsenkapitalisierung repräsentiert.

Nicht zu folgen ist schließlich dem Einwand des gemeinsamen Vertreters und des Antragstellers Ziff. 2), bei der Bestimmung des mittleren unverschuldeten Betafaktors der peer group seien auch die H. AG (Bl. VI 244) und andere Gesellschaften (D. AG, J. AG, W. AG, vgl. Bl. V 191 und Anlage V3 nach Bl. V 179 ff.) zu berücksichtigen. Aus dem Umstand, dass die Datenbank o. die vorgenannten Unternehmen als Vergleichsunternehmen zur K einstuft, ist nicht zu schließen, dass die von V gewählte peer group nicht oder schlechter geeignet wäre. Zunächst können die Vorgaben, die der Datenbankabfrage zugrunde lagen, nicht nachvollzogen werden. Jedenfalls ist nicht ersichtlich, dass der Wohnmobilhersteller H. AG als Hersteller von Konsumgütern besser mit der K vergleichbar sein soll als die von V angeführten Investitionsgüterhersteller. Auch stimmt der Geschäftsgegenstand der angeführten Unternehmen mit demjenigen der K nicht besser überein als derjenige der von V ausgewählten Vergleichsunternehmen. Bei der D. AG handelt es sich um einen Reifenhändler; die W. AG stellt Fahrzeugwaschanlagen her, die J. AG Lagertechnik. Selbst wenn man die W. AG oder die J. AG als Spezialmaschinenhersteller für geeignete Vergleichsunternehmen hielte, ist nicht dargetan, dass sich bei ihrer Berücksichtigung im Mittelwert der peer group ein geringerer unverschuldeter Betafaktor ergäbe.

(3.3.3) Das Ergebnis ihrer Prognose des Betafaktors hat die V anhand einer Gesamtanalyse der Schwankungsbreite der Ergebnisse der K in den letzten zehn Jahren plausibilisiert.

Eine solche Plausibilisierung anhand von Vergangenheitsdaten widerspricht dem Gebot der Prognose des künftigen unternehmensspezifischen Risikos nicht; Prognosen gründen regelmäßig auf der Analyse der Vergangenheit. Zwar drückt ein höherer Betafaktor grundsätzlich nicht die Volatilität der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens aus, sondern die Volatilität einer Aktie im Verhältnis zum Bezugsindex. Zutreffend weist die Antragsgegnerin aber darauf hin, dass hohe Schwankungsbreiten bei den finanziellen Überschüssen der Vergangenheit (vgl. dazu GB Anlage 1) grundsätzlich auf ein hohes Risiko schließen lassen, dass sich die für die Zukunft geplanten finanziellen Überschüsse tatsächlich in der geplanten Höhe einstellen (Bl. V 122).

Die A hat die Einschätzung des operativen Risikos der K durch V anhand einer eigenen Vergleichsgruppe ausdrücklich nachvollzogen und sah den Ansatz von 1,1 gerade durch die Betrachtung der Vergleichsunternehmen als bestätigt an (PB S. 22).

(3.3.4) Da der Betafaktor der K unter Ausblendung des Kapitalstrukturrisikos auf der Grundlage des Vergleichs unverschuldeter Unternehmen ermittelt wurde, ihr Verschuldungsgrad des Unternehmens aber im Planungszeitraum stark schwankt, sind aus dem unverschuldeten Betafaktor von 1,1 unter Berücksichtigung des Verschuldungsgrades für die jeweilige Planungsperiode verschuldete Betafaktoren abzuleiten. Die entsprechenden Ableitungen im Unternehmenswertgutachten V (GB S. 78), die von A nachvollzogen wurden (PB S. 23), sind nicht zu beanstanden.

cc) Schließlich ist auch der in der Phase der ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag von 1 % nicht zu beanstanden.

(1) Der Wachstumsabschlag dient insbesondere dazu, im hier einschlägigen Fall einer Nominalplanung die durch die Inflation bedingten Steigerungen der Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente abzubilden (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 343).

Dies bedeutet indessen nicht, dass der Wachstumsabschlag notwendig der erwarteten Inflationsrate entsprechen müsste. Stattdessen richtet sich der Wachstumsabschlag danach, ob das Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite (z.B. Materialkosten und Personalkosten) durch entsprechende eigene Preissteigerungen an seine Kunden weiter zu geben. Trifft dies zu oder kann das Unternehmen sogar die Kostensteigerungen übertreffende Preiserhöhungen durchsetzen, ist der Wachstumsabschlag in Höhe der nachhaltig erwarteten Kostensteigerungen oder sogar darüber anzusetzen. Ist das Unternehmen nicht oder nicht vollständig in der Lage, nachhaltig erwartete Kostensteigerungen durch Preiserhöhungen auf seine Kunden abzuwälzen, ist der Wachstumsabschlag unterhalb der nachhaltig erwarteten Kostensteigerungen zu verorten (vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 57]; Riegger in KölnKomm/SpruchG, Anh. § 11 Rz. 23; ausführlich dazu Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 345).

Die Unternehmensplanung geht davon aus, dass es der K in der Phase der ewigen Rente nur zum Teil gelingen wird, Preissteigerungen auf Beschaffungsseite durch Preiserhöhungen an die Kunden weiterzugeben. Im Unternehmenswertgutachten V wurde der Wachstumsabschlag daher unterhalb der nachhaltig erwarteten Inflationsrate mit 1 % angesetzt. Dies erscheint angesichts der Prognosen zur künftigen Entwicklung der Umsatzerlöse sowie der prognostizierten Reduzierung der Margen (vgl. dazu oben b) cc) (2) (2.1)) angemessen und im Hinblick auf die Feststellung, dass die K auf einem reifen Markt mit aggressiven Wettbewerbern tätig ist (vgl. oben b) cc) (1) (1.2)) folgerichtig. Da der Hauptwettbewerber der K einen Preiswettbewerb betreibt, sind die Möglichkeiten zur Weitergabe von Kostensteigerungen durch Preiserhöhungen begrenzt.

(2) Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass die Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in der Phase der ewigen Rente schon wegen der erheblichen Aufwendungen des Unternehmens für Forschung und Entwicklung oder wegen des zu erwartenden Wachstums der Gesamtwirtschaft stärker steigen müssten als die Inflation.

Der Forschungs- und Entwicklungsaufwand hat nicht notwendig Umsatz- und erst Recht nicht zwingend Ertragssteigerungen zur Folge, sondern sichert in erster Linie die bestehende Marktstellung der K (vgl. oben b) cc) (2) (2.2)).

Auf das erwartete Wachstum der Gesamtwirtschaft kann bei der Bemessung des Wachstumsabschlags im Rahmen der Bewertung eines einzelnen Unternehmens nicht abgestellt werden. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum speist sich aus der Summe des Wachstums aller gegenwärtig und künftig tätigen Unternehmen; dabei können Einbrüche einzelner Unternehmen durch Zuwächse bei ihren Wettbewerbern oder durch den Markteintritt neuer Unternehmen kompensiert werden.

Schließlich ist die Annahme eines Wachstumsabschlags unterhalb der erwarteten Inflationsrate auch nicht deshalb widersprüchlich, weil das Unternehmen damit in der Phase der ewigen Rente schrumpft. Nach den Ausführungen des im Termin am 12.2.2008 als sachverständiger Zeuge gehörten, für die A als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfers P. (Bl. VI 318) ist in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur belegt, dass das Gewinnwachstum der Unternehmen im Durchschnitt die Inflationsrate nicht erreicht.

Zwar wird in der jüngeren wirtschaftswissenschaftlichen Literatur auch anderes vertreten (vgl. dazu Knoll/Lobe/Thomas, BewertungsPraktiker Nr. 1/2009, 12 ff.). Diese Auffassung kann aber jedenfalls bislang nicht als herrschende angesehen werden, zumal bei der Auswertung der dort genannten empirischen Studien zum Unternehmenswachstum die Auswirkungen von Kapitalerhöhungen und Gewinnthesaurierungen zu beachten sind. In jedem Fall können aus dem historischen Wachstum anderer Unternehmen oder eines ganzen Wirtschaftsbereichs keine zwingenden Annahmen für das künftige Wachstum eines einzelnen Unternehmens abgeleitet werden.

(3) Ein operatives Wachstum ist hier im Rahmen des Wachstumsabschlags nicht zu berücksichtigen, da kein nachhaltiges Wachstum geplant ist (vgl. dazu oben b) cc) (1) (1.2)). Dem thesaurierungsbedingten Wachstum ist durch den Ansatz eines Wertbeitrags aus Thesaurierung in der Phase der ewigen Rente Rechnung getragen.

dd) Demnach sind der Basiszinssatz und der Wachstumsabschlag entsprechend dem Unternehmenswertgutachten der V anzusetzen. Die Marktrisikoprämie beträgt entgegen der Auffassung des LG nicht 5,0 %, sondern entsprechend der Bewertung von V 5,5 %; der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens ist als Ausgangswert für die Bestimmung des Betafaktors des entsprechend der Planung für die einzelnen Perioden verschuldeten Unternehmens entgegen der Auffassung des LG nicht mit 1,0, sondern mit 1,1 anzusetzen. Daraus errechnet sich nach Diskontierung der prognostizierten Nettozuflüsse der einzelnen Perioden zum 30.9.2006 ein Barwert von 122.816.294 € Zinst man diesen mit dem Kapitalisierungszinssatz für die erste Periode zum 16.2.2007 auf, ergibt sich ein Barwert von 127.337.022 €

d) Dem zum 16.2.2007 aufgezinnten Barwert der künftigen Nettozuflüsse an die Anteilseigner ist der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen; auf den Liquidationswert kommt es hier nicht an.

aa) Der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens beläuft sich entsprechend dem vom LG insoweit gebilligten Unternehmenswertgutachten V auf 6.210.853 €

(1) Als nicht betriebsnotwendiges Vermögen sind die von der Tochtergesellschaft der K gehaltenen Aktien der H. AG anzusehen.

(1.1) Die 55.500 Aktien der H. AG wurden zu Recht mit einem Wert von 6.210.853 € nach Abzug von Veräußerungssteuern angesetzt.

Dabei wurde der Kurs der Aktie am 20.12.2006 (112,85 €) berücksichtigt (Bl. V 136). Damit ist kein Verstoß gegen das Stichtagsprinzip zu Lasten der Antragsteller verbunden, da die Aktie am Tag der Hauptversammlung mit 112,50 € einen geringeren Börsenkurs aufwies.

Die Differenz zwischen dem Ansatz der Aktien im Unternehmenswertgutachten V und ihrem Börsenwert zum 20.12.2006 ( $55.500 \times 112,85 \text{ €} = 6.263.175 \text{ €}$ ) erklärt sich aus der nicht zu beanstandenden Berücksichtigung fiktiver Veräußerungssteuern. Wird das nicht betriebsnotwendige Vermögen – wie hier durch Ermittlung des möglichen Verkaufserlöses – zu Liquidationswerten angesetzt, sind auch die mit einer Liquidation verbundenen steuerlichen Folgen, insbesondere die im Fall einer Veräußerung entstehende Steuerbelastung zu berücksichtigen (vgl. OLG München v. 19.10.2006 – 31 Wx 092/05, AG 2007, 287 [juris Rz. 37] m.w.N.).

(1.2) Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens wurden die vormals gehaltenen Aktien der V. AG und der A. AG zu Recht nicht berücksichtigt. Ausweislich der vorgelegten Verkaufsabrechnungen waren diese Aktien bereits Anfang November 2006 veräußert worden (vgl. Bl. VII 711, AG30). Der dabei erzielte Erlös wurde im Rahmen der Unternehmensbewertung bei den liquiden Mitteln der K berücksichtigt. Nach den Ausführungen des für die A als Vertragsprüfer tätigen Wirtschaftsprüfers P. in der mündlichen Verhandlung am 12.12.2008 (Bl. VI 318) wurde dadurch der Unternehmenswert nicht vermindert, sondern erhöht.

(2) Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen ist nicht zu berücksichtigen. Der pauschale Einwand einzelner Antragsteller, die flüssigen Mittel der K seien zumindest teilweise als nicht betriebsnotwendiges Vermögen zu behandeln, vermag nicht durchzudringen. Allein der Umstand, dass die K einen geringen Verschuldungsgrad aufweist, kann nicht dazu führen, dass Eigenkapitalreserven als nicht betriebsnotwendige Liquidität angesehen werden, die dem Unternehmen entnommen werden kann (vgl. BayObLG v. 28.10.2005 – 3Z BR 71/00, AG 2006, 41 [juris Rz. 42]). Konkrete Umstände, die hier eine andere Beurteilung rechtfertigten, sind weder vorgetragen noch ersichtlich.

bb) Schließlich ist nicht zu beanstanden, dass weder im gemeinsamen Bericht noch im Prüfungsbericht der Liquidationswert der K beziffert wurde.

Dahin gestellt bleiben kann, ob bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung der Liquidationswert stets dann als Unternehmenswert anzusetzen ist, wenn er den unter Fortführungsgesichtspunkten ermittelten Ertragswert übersteigt, oder ob ein höherer Liquidationswert zu vernachlässigen ist, wenn eine Liquidation weder notwendig noch beabsichtigt ist, sondern das Unternehmen fortgeführt werden soll und dies auch wirtschaftlich vertretbar ist (vgl. dazu OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 94]).

Jedenfalls ist trotz der guten Eigenkapitalausstattung und dem angenommenen Ausbleiben eines nachhaltigen Wachstums nicht anzunehmen, dass die Veräußerung des betriebsnotwendigen Vermögens nach Abzug der Kosten zugunsten der Antragsteller einen höheren Wert ergäbe als den Barwert der künftigen Nettozuflüsse an die Anteilseigner im Fall der Unternehmensfortführung, zumal das Betriebsgrundstück der K zum Bewertungsstichtag geleast war und deshalb keine stillen Reserven in Immobilienvermögen zu vermuten sind.

III. Der in Bezug auf den BGV neben der Abfindung angebotene Ausgleich ist entgegen der Auffassung des LG nicht zu erhöhen; das auf den Berechnungen der V beruhende Angebot von 2,23 € brutto je Aktie ist angemessen.

Da die M bzw. nunmehr die Antragsgegnerin eine GmbH ist, kommt nur ein fester Ausgleich nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG in Betracht. Danach ist als Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrags zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der K und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen – jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen – voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte.

Der Ausgleichsbetrag wurde im Rahmen der vom LG insoweit übernommenen Berechnungen der V durch Verrentung (dazu unten 2.) eines Ausgangswertes (dazu unten 1.) ermittelt. Die Ermittlung des Ausgleichsbetrages im Wertgutachten der V ist nicht zu beanstanden.

1. Der Ausgangswert für die Ermittlung des Ausgleichsbetrages wurde von V und LG methodisch zu Recht aus dem im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert der K abgeleitet (dazu oben II. 3.).

Der Ausgleich ersetzt im Gegensatz zur Abfindung nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende (vgl. BGH v. 13.2.2006 – II ZR 392/03, BGHZ 166, 195 [= MDR 2006, 1177 = AG 2006, 331]juris Rz. 11]). Maßgeblich für seine Berechnung ist der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft ohne den BGV als nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, BGHZ 156, 57 [= AG 2003, 627 = GmbHR 2003, 1362]juris Rz. 12] „Ytong“). Angesichts seiner theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragserwartungen der Gesellschaft kann der Ausgleichsbetrag praktisch durch Verrentung des im Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswertes errechnet werden (vgl. BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, BGHZ 156, 57 [= AG 2003, 627 = GmbHR 2003, 1362]juris Rz. 14] „Ytong“; OLG München v. 17.7.2007 – 31 Wx 060/06, AG 2008, 28 [juris Rz. 49]; OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 116]).

Dabei ist der Ertragswert selbst dann der maßgebliche Ausgangswert für die Verrentung zur Ermittlung des angemessenen Ausgleichs, wenn sich die angemessene Abfindung – wie hier (dazu oben II.1.) – nicht nach dem Ertragswert je Aktie, sondern nach einem höheren Börsenkurs richtet. Die Rechtsprechung des BVerfG gebietet die Beachtung des Börsenkurses als Untergrenze für die Kompensation der außenstehenden Aktionäre nur bei der Abfindung und beim variablen Ausgleich, nicht aber beim festen Ausgleich (BGHZ 166, 195 [juris Rz. 13]; zustimmend Popp, Wpg 2008, 23, 25).

Zu beachten ist allerdings, dass der Ertragswert des Unternehmens nicht ohne weiteres als Ausgangsbasis für die Ermittlung des Ausgleichsbetrages herangezogen werden kann, sondern Unterschiede bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung einerseits und des angemessenen Ausgleichs andererseits zu berücksichtigen sind. Dies betrifft zum einen die Behandlung von Steuern (dazu unten a)) und zum anderen die Behandlung von Gewinnthesaurierungen (dazu unten b)). Auch insoweit ist die Ermittlung des Ausgleichsbetrags durch V bzw. LG aber – vorbehaltlich der vom LG abweichenden Auffassung des Senats zur Bemessung des Risikozuschlags im Ertragswertverfahren – nicht zu beanstanden.

a) Dies gilt zunächst für den Umstand, dass der Ertragswert entsprechend IDW S1 Stand 18.10.2005 im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung ermittelt wurde.

aa) Bei den künftigen Zuflüssen an die Anteilseigner und beim Kapitalisierungszinssatz wurden die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner in typisierter Form berücksichtigt; bei der Ermittlung der künftigen Erträge wurde zudem die das Unternehmen betreffende Körperschaftsteuer abgesetzt (vgl. oben II. 3. b) dd), II. 3. b) ee) (1) und II. 3. c) bb) (2) (2.1)).

Da der Ausgleich nach § 304 AktG an die Stelle der Dividende tritt, unterliegt er – anders als der Barwert der künftigen Unternehmenserträge – beim Anteilseigner nach seinen individuellen Verhältnissen jährlich der Einkommensteuer. Persönliche Ertragsteuern sind deshalb bei der Berechnung des Ausgleichsbetrages anders als bei der Ermittlung der Abfindung nicht abzuziehen (ebenso im Ergebnis unter Berufung auf die Berechnungen des dortigen Sachverständigen OLG München v. 30.11.2006 – 31 Wx 059/06, MDR 2007, 746 = AG 2007, 411 [juris Rz. 49]; bestätigt durch OLG München, AG 2008, 23 [juris Rz. 50]). Zu beachten ist außerdem, dass der feste Ausgleich als Bruttogewinnanteil je Aktie abzgl. der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftsteuer in Höhe des jeweils gültigen Steuertarifs festzusetzen ist, um trotz künftiger Änderungen bei der Besteuerung von Körperschaften stets eine wirtschaftlich volle Entschädigung zu gewährleisten (BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, BGHZ 156, 57 [= AG 2003, 627 = GmbHR 2003, 1362]juris Rz. 12] „Ytong“).

bb) Die von V bzw. LG durchgeführte Verrentung des Ertragswertes gelangt entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller (vgl. Bl. VII 419, 451 f.) dennoch zu einem zutreffenden Ergebnis. Zwar wurde der Ausgleichsbetrag aus dem Ertragswert abgeleitet, der unter Berücksichtigung der Körperschaftsteuerbelastung des Unternehmens und der typisierten persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner als Nachsteuerwert ermittelt wurde. Nach der Verrentung dieses Nachsteuerwertes wurden zur Ermittlung des festzusetzenden Bruttoausgleichsbetrages aber die Steuerbelastung (Körperschaftsteuer und typisierte persönliche Ertragsteuer der Anteilseigner) aufgeschlagen (GB S. 88 f.; Bl. VI 398). Auf diese Weise wurde der Nachsteuerwert in einen Vorsteuerwert umgerechnet. Dieses Vorgehen ermöglicht es, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswerts zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis einer Nachsteuerwertermittlung gemäß IDW S1 Stand 18.10.2005 zurückzugreifen. Da die außenstehenden Aktionäre dadurch nicht benachteiligt werden, ist dieses Vorgehen nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 117]).

b) Gleiches gilt im Ergebnis für die im Rahmen der Ertragswertberechnung angenommenen Gewinnthesaurierungen.

aa) Bei der Ermittlung des Ertragswerts wurde für die Detailplanungsphase eine umfangreiche Thesaurierung von Gewinnen zur Reduzierung von Fremdkapital bzw. zur Sammlung von Eigenmitteln für den Erwerb des Betriebsgrundstücks angenommen; in der Phase der ewigen Rente wurde die Ausschüttungsquote zwar auf 40 % erhöht, aber ebenfalls keine Vollausschüttung unterstellt (dazu oben II. 3. b) ee) (1) (1.2)). Aus dem in § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG enthaltenen Verbot der Berücksichtigung „anderer Gewinnrücklagen“ schließt die herrschende Meinung allerdings, dass bei der Ermittlung des zu verrentenden Unternehmenswerts von einer Vollausschüttung auszugehen sei; dies sei zum Schutz der außenstehenden Aktionäre geboten, weil die in freie Rücklagen eingestellten

Gewinnanteile in die Gewinnabführung eingehen (vgl. § 301 Satz 2 AktG) und deshalb dem herrschenden Unternehmen zugute kommen (vgl. Hüffer, 8. Aufl. 2008, § 304 AktG Rz. 11; im Ergebnis ebenso OLG Stuttgart v. 4.2.2000 – 4 W 15/98, AG 2000, 428 [juris Rz. 53]; Schenk in Bürgers/Körber, AktG, § 304 Rz. 27; Veil in Spindler/Stilz, § 304 Rz. 58; Bilda in MünchKomm/AktG, 3. Aufl., § 304 Rz. 85; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 4. Aufl., § 304 Rz. 32). Andere Auffassungen in der Literatur finden sich nur vereinzelt. So ist nach Meilicke in Heidel, Aktienrecht, 2. Aufl., § 304 Rz. 28 zwar von einer Vollausschüttung der Gewinne auszugehen; hierdurch verursachter Finanzierungsaufwand sei aber zu berücksichtigen. Lediglich Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, § 304 Rz. 84 meint, das Vollausschüttungsgebot gelte nur in Bezug auf das Ergebnis der Verrentung, nicht aber für die Ermittlung des Unternehmenswerts als Ausgangswert der Verrentung. Der Hinweis des LG auf Jonas, Wpg 2007, 835 ff. vermag die dortige Auffassung, Thesaurierungsannahmen seien zulässig, nicht zu stützen. Zwar wird dort die Auffassung vertreten, der Ausgleich sei aus dem Ertragswert abzuleiten (vgl. Jonas, Wpg 2007, 835, 837); die Frage der Berücksichtigung von Thesaurierungen wird aber nicht näher erörtert.

bb) Im Ergebnis kann die Frage, ob bei der Berechnung des Ausgangswerts für die Berechnung des Ausgleichs von einem unter Annahme von Gewinnthesaurierungen ermittelten Ertragswert ausgegangen werden darf, hier indessen dahin gestellt bleiben. Die bei der Ertragswertberechnung unterstellten Thesaurierungen mindern den Unternehmenswert als Ausgangsbasis der Verrentung jedenfalls nicht und vermögen deshalb auch keine Reduzierung des Ausgleichsbetrages zu Lasten der außenstehenden Aktionäre zu bewirken; zur Vermeidung einer eigenständigen Ertragswertermittlung zum Zweck der Ausgleichsberechnung kann daher trotz der dortigen Thesaurierungsannahmen auf den oben (dazu II. 3.) dargestellten Ertragswert zurückgegriffen werden (in diesem Sinne auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 246). In der Phase der ewigen Rente werden zwar vom Ergebnis nach Zinsen und Steuern i.H.v. 13.408.000 € nur 4.761.000 € ausgeschüttet; weitere 8.084.000 € werden den Anteilseignern aber – ohne Abzug typisierter persönlicher Ertragsteuern – als Wertbeitrag aus Thesaurierung zugerechnet und sind damit Bestandteil der zu diskontierenden Nettoeinnahmen; entsprechendes gilt für das letzte Jahr der Detailplanungsphase (vgl. GB S. 79). Zu bedenken ist dabei, dass die typisierten persönlichen Ertragsteuern zur Ermittlung eines Bruttoausgleichs auf den gesamten Betrag aufgeschlagen werden, der sich nach der Verrentung des Ertragswerts ergibt, obwohl im Rahmen der Ertragswertberechnung bei den Wertbeiträgen aus Thesaurierung keine persönlichen Ertragsteuern abgezogen wurden. In den ersten drei Jahren der Detailplanungsphase werden die thesaurierten Beträge zwar den Aktionären nicht unmittelbar zugerechnet; die Thesaurierungen bewirken hier aber eine Reduzierung des Fremdkapitals bzw. ermöglichen den Erwerb des Betriebsgrundstücks mit Eigenmitteln, so dass der Verschuldungsgrad der K nachhaltig auf nahezu Null reduziert wird (vgl. GB S. 78). Dies bewirkt (dazu oben II. 3. c) bb) (3)) eine Reduzierung des Risikozuschlags im Kapitalisierungszinssatz und damit eine Erhöhung des Unternehmensbarwerts, der Ausgangsbasis der Verrentung ist.

2. Die Einwände der Antragsteller gegen die Höhe des Verrentungszinssatzes greifen im Ergebnis ebenfalls nicht durch.

a) Dies gilt zunächst für die Verwendung eines Zinsfußes, der unter dem bei der Ertragswertberechnung benutzten Kapitalisierungszinssatz (dazu oben II. 3. c)) liegt.

aa) Die V und – dieser methodisch folgend – das LG haben für die Verrentung einen Mischzinssatz aus dem bei der Ertragswertberechnung herangezogenen Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen einerseits und dem um einen Risikozuschlag erhöhten Basiszinssatz andererseits benutzt. Der Mischzinssatz entspricht dabei dem Mittelwert beider Größen unter Beachtung der unterschiedlichen Risikozuschläge in den einzelnen Perioden (GB S. 88).

bb) Die Antragsteller fordern demgegenüber unter Berufung auf die „Ytong“-Entscheidung des BGH zumindest die Anwendung des vollen Kapitalisierungszinssatzes. Auf diese Weise ergäbe sich ein deutlich höherer Ausgleichsbetrag.

In der „Ytong“-Entscheidung hat der BGH zur Verrentung des Ertragswerts den vollen – inflationsbereinigten – Kapitalisierungszinssatz herangezogen (vgl. BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, BGHZ 156, 57 [= AG 2003, 627 = GmbHR 2003, 1362juris Rz. 14] „Ytong“). Dabei ist allerdings zu bedenken, dass sich die Gründe der vorgenannten Entscheidung mit der Ermittlung des Zinssatzes nicht näher auseinandersetzen, sondern auf die Ableitung des Ausgleichsbetrages aus dem Ertragswert durch den dortigen Sachverständigen Bezug nehmen. Zudem ist zu beachten, dass der Risikozuschlag (gemittelt 2 %) im Verhältnis zum Basiszinssatz (7,5 %) im dortigen Fall keine besonders große Rolle spielte (vgl. BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, BGHZ 156, 57 [= AG 2003, 627 = GmbHR 2003, 1362juris Rz. 8] „Ytong“).

Nach einer in der Bewertungspraxis vertretenen Auffassung ist indessen die Verrentung mit einem unter dem Kapitalisierungszinssatz liegenden Mischzinssatz geboten, um den Besonderheiten der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG Rechnung zu tragen (vgl. Maul, DB 2002, 1423, 1425; zur Verbreitung dieser Auffassung in der Bewertungspraxis Knoll, ZSteu 2007, 166, 168). Danach sei zu bedenken, dass der Ausgleichsbetrag nach § 304 AktG eine völlig andere Risikostruktur aufweise als die Dividende, die er substituieren. Da ein BGV regelmäßig keine kurzfristige Maßnahme darstelle, sondern zumindest mittelfristig bestehen bleibe, sei das Risiko der Ausgleichszahlung nicht mit dem vollen Risiko einer unternehmerischen Betätigung, sondern lediglich mit dem Risiko einer Industrielanleihe vergleichbar. Es liege deshalb unter dem vollen Kapitalisierungszinssatz. Da das normale Risiko nach Beendigung des BGV allerdings wieder aufleben könne, sei ein über dem Basiszinssatz liegender Zinsfuß zu wählen (Maul, DB 2002, 1423, 1425; kritisch dazu Knoll, ZSteu 2007, 166, 168 f.).

Das OLG Düsseldorf hat sich die oben dargestellte Auffassung der Bewertungspraxis zu eigen gemacht. Da der feste Ausgleich ggü. der Alternativanlage über die unendlich gedachte Lebensdauer des Unternehmens von gleichbleibenden Zahlungen ohne Gewinnschwankungen ausgehe, sei es vertretbar, das geringe Risiko bei der Verzinsung durch einen adäquaten Abschlag zu berücksichtigen (OLG Düsseldorf, I-26 W 8/06 AktE [juris Rz. 63]). Das OLG München hat ausdrücklich die Verrentung des Ertragswerts zur Ermittlung des festen Ausgleichs mit einem unter dem Kapitalisierungszinssatz liegenden Mischzinssatz gebilligt und sich dazu auf das geringere Risiko für die Leistung des Ausgleichs berufen (vgl. OLG München v. 30.11.2006 – 31 Wx 059/06, MDR 2007, 746 = AG 2007, 411 Rz. 50; fortgeführt von OLG München v. 17.7.2007 – 31 Wx 060/06, AG 2008, 28 [juris Rz. 52]).

cc) Der Senat hat die Frage, ob bei der Verrentung des Unternehmenswerts zur Ermittlung des Ausgleichsbetrages der volle Kapitalisierungszinssatz zu verwenden ist, oder ein darunter liegender

Mischsatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustiertem Zinssatz, bislang offen gelassen (vgl. OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 118]); hier ist indessen die Anwendung eines Mischsatzes nicht zu beanstanden.

(1) Die Antragsgegnerin verweist in diesem Zusammenhang zu Unrecht auf eine Entscheidung des 4. Zivilsenats, in der als Verrentungszinssatz lediglich der Basiszinssatz verwendet wurde (OLG Stuttgart v. 1.10.2003 – 4 W 34/93, AG 2004, 43 = DB 2003, 2429 [juris Rz. 60]). Zu beachten ist, dass dem Risiko der Anlage in dem Bewertungsobjekt dort nicht durch einen Risikozuschlag zum Kapitalisierungszinssatz (Nenner) Rechnung getragen wurde, sondern durch die Berücksichtigung von Bandbreiten bzw. Eintrittswahrscheinlichkeiten auf der Ebene der Prognose der künftigen Zuflüsse an die Anteilseigner (Zähler); der Kapitalisierungszinssatz entsprach deshalb dort – anders als hier – dem Basiszinssatz (vgl. OLG Stuttgart v. 1.10.2003 – 4 W 34/93, AG 2004, 43 = DB 2003, 2429 [juris Rz. 38]).

(2) Hier kann die Höhe des Verrentungszinssatzes nicht schon deshalb dahin gestellt bleiben, weil das Unternehmenswertgutachten V bei der Ermittlung des Ausgleichsbetrages zugunsten der außenstehenden Aktionäre nicht nur den Barwert der künftigen Erträge, sondern auch den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens verrentet, obwohl das nicht betriebsnotwendige Vermögen mangels Bedeutung für die künftigen Unternehmenserträge grundsätzlich bei der Verrentung nicht zu berücksichtigen ist (vgl. BGH v. 21.7.2003 – II ZB 17/01, BGHZ 156, 57 [= AG 2003, 627 = GmbHR 2003, 1362]juris Rz. 14); anders nur, wenn seine Veräußerung unmittelbar bevorsteht, vgl. OLG München v. 17.7.2007 – 31 Wx 060/06, AG 2008, 28 [juris Rz. 51]). Selbst wenn man den Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hier von der Verrentung ausnimmt, ergäbe sich bei Ansatz des vollen Kapitalisierungszinssatzes (bzw. eines Durchschnittswerts der Zinssätze der einzelnen Perioden) ein Bruttoausgleich je Aktie, der deutlich über dem Wert läge, der sich bei Verwendung eines Mischzinssatzes aus Basiszinssatz und Kapitalisierungszinssatz ergibt.

(3) Vor dem Hintergrund der überzeugenden Ausführungen der Literatur (vgl. Maul, DB 2002, 1423, 1425) zur unterschiedlichen Risikostruktur von Ausgleich und Dividende führt die Ermittlung des Verrentungszinssatzes als Mittelwert zwischen Basiszinssatz und vollem Kapitalisierungszinssatz indessen hier zu einem richtigen und angemessenen Ergebnis.

Dem kann nicht das Risiko der Insolvenz der Antragsgegnerin entgegen gehalten werden. Zwar kann eine Insolvenz der Antragsgegnerin nicht von vornherein ausgeschlossen werden; der Mischzinssatz entspricht aber gerade nicht dem Basiszinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen, sondern geht über diesen hinaus und entspricht damit in etwa einer ebenfalls grundsätzlich mit dem Risiko der Insolvenz des Unternehmens belasteten Industrieanleihe (vgl. Maul, DB 2002, 1423, 1425).

Trotz der Abweichung vom Vorgehen des BGH in der „Ytong“-Entscheidung besteht insoweit keine Vorlagepflicht nach § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG, da sich der BGH in der „Ytong“-Entscheidung nicht mit der Frage der Höhe des Verrentungszinssatzes auseinandergesetzt, sondern lediglich den im dortigen Fall vom Sachverständigen bei der Unternehmensbewertung angesetzten Zinssatz übernommen hat; insoweit wird also nicht von einer Entscheidung des BGH abgewichen (vgl. zu den Anforderungen insoweit Meyer-Holz in Keidel, FGG, 15. Aufl., § 28 Rz. 18).

b) Gegen die Ermittlung des Verrentungszinssatzes kann auch nicht eingewandt werden, dass es sich bei den Kapitalisierungszinssätzen der einzelnen Perioden und dem Basiszinssatz, aus denen der Mischzinssatz gebildet wurde, um Nachsteuerwerte handelte (vgl. Bl. VII 419, 452, 720). Wie bereits dargelegt wurde (dazu 1. a)), wird dem Umstand, dass der Ausgleichsbetrag als Bruttowert festzusetzen ist, im Unternehmenswertgutachten V und in der dieser methodisch folgenden Berechnung des LG dadurch Rechnung getragen, dass bei der Verrentung zwar Nachsteuerwerte – sowohl für den Ertragswert als auch für den Zinssatz – eingesetzt werden. Dem daraus ermittelten jährlichen Ausgleichsbetrag nach Steuern wird aber die auf jede Aktie entfallende Körperschaftsteuerbelastung sowie die typisierte persönliche Ertragsteuer hinzugerechnet, mit der im Ertragswertverfahren gerechnet wurde (vgl. GB S. 89, Bl. VI 398). Diese Berechnungsweise macht eine zweite Ertragswertermittlung mit einer Vorsteuerbetrachtung entbehrlich. Sie beeinträchtigt die außenstehenden Aktionäre dennoch nicht, weil sich durch das Hinzurechnen der Steuerbelastung trotz Verrentung mit Nachsteuerzinssätzen dieselben Werte ergeben wie bei einer reinen Vorsteuerrechnung (vgl. Popp, Wpg 2008, 23, 24 f.).

DD.I. Mit Ausnahme der Beschwerde der Antragstellerin Ziff. 71), die als unbegründet zurückzuweisen ist, ist über die Rechtsmittel – auch in Bezug auf den angemessenen Ausgleich – nicht zu entscheiden; sie sind insgesamt dem BGH zur Entscheidung vorzulegen. Zwar ist die Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses zur Feststellung des angemessenen Ausgleichs grundsätzlich nicht entscheidungserheblich (vgl. dazu oben III.1.). Dem Senat ist es aber verwehrt, über die Angemessenheit des Ausgleichs endgültig zu entscheiden, da die Voraussetzungen für eine Teilentscheidung nach § 301 ZPO (vgl. zur Maßgeblichkeit dieser Voraussetzungen BGH v. 5.7.2000 – XII ZB 58/97, MDR 2000, 1437 = FamRZ 2000, 1566 = NJW 2000, 3712 [juris Rz. 9]; Meyer-Holz in Keidel, 15. Aufl., FGG, § 28 Rz. 30; Briesemeister in Jansen, FGG, 3. Aufl., § 28 Rz. 35) angesichts der Relevanz des Ertragswerts sowohl für den Ausgleich als auch für die Abfindung nicht erfüllt sind.

II. Entscheidungen zu Kosten und Geschäftswert sind nicht zu treffen.

Zwar ist grundsätzlich der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens festzusetzen, wobei hier für BGV und Delisting jeweils derselbe, für Ausgleich und Abfindung aufgrund des BGV aber nur ein Wert anzusetzen ist (vgl. Winter in Simon, SpruchG, § 15 Rz. 27; Rosskopf in KölnKomm/SpruchG, § 15 Rz. 13). Die Festsetzung des Geschäftswerts nach § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG ist in diesem Fall aber nicht unabhängig von der Entscheidung des BGH möglich.

Dies gilt auch für die Kostenentscheidung. Soweit die sofortige Beschwerde der Antragstellerin Ziff. 71) zurück gewiesen wurde, ist zwar eine von der Entscheidung des BGH unabhängige Entscheidung über die Kosten möglich. Im Ergebnis ist aber auch hier keine Kostenentscheidung zu treffen, weil eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs nicht der Billigkeit entspricht (vgl. § 15 Abs. 4 SpruchG), und umgekehrt die teilweise Auferlegung von Gerichtskosten zu Lasten der betroffenen Antragsteller unter Billigkeitsaspekten nicht geboten ist (vgl. § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG), da insoweit keine zusätzlichen Gerichtskosten entstanden sind.

Kittel, RiOLG

Dr. Schwörer, RiOLG