

**Leitsatz (amtlich):**

Wird aus Anlass eines Squeeze-out mithilfe fundamentalanalytischer Methoden wie dem Ertragswertverfahren der Unternehmenswert einer Aktiengesellschaft ermittelt, die aufgrund des vorangegangenen Abschlusses eines Beherrschungsvertrages vertraglich beherrscht wird, ist für die Prognose der künftigen Erträge nicht die fiktive Planung eines unabhängigen Unternehmens, sondern die tatsächliche Planung der Gesellschaft als abhängiges Unternehmen maßgeblich.

OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.3.2010 – 20 W 9/08

LG Stuttgart, Beschl. v. 27.6.2008 – 34 AktE 1/04 KfH

1. Die sofortigen Beschwerden der Antragsteller Ziff. 7), 8), 9), 10), 13), 15), 16), 17), 18) und 25) sowie des gemeinsamen Vertreters gegen den Beschluss des LG Stuttgart vom 27.6.2008 – 34 AktE 1/04 KfH, berichtigt durch Beschluss vom 21.7.2008, werden zurückgewiesen.
2. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens; die im Beschwerdeverfahren entstandenen außergerichtlichen Kosten werden nicht erstattet.
3. Der Geschäftswert des Beschwerdeverfahrens wird auf 200.000 € festgesetzt.

**Gründe:**

A. Gegenstand dieses Spruchverfahrens ist die Bestimmung einer angemessenen Abfindung für die Minderheitsaktionäre der A. Aktiengesellschaft (inzwischen firmierend als A.-L. AG; im Folgenden A) nach § 327 f. Satz 2 AktG.

I.1. Gegenstand des Unternehmens der in S. ansässigen A ist die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Erzeugnissen sowie die Entwicklung, die Planung, die Ausführung und der Vertrieb von Anlagen und Anlagenteilen auf dem Gebiet der Elektrotechnik, insbesondere der Nachrichtentechnik, und verwandter Technik einschließlich der Forschung auf diesen Gebieten. Hinzu kommt die Entwicklung, die Herstellung und der Vertrieb von Zubehörteilen und Hilfsstoffen für die vorgenannten Erzeugnisse und Anlagen, die Beteiligung an gewerblichen Unternehmen im In- und Ausland sowie die Vornahme aller Geschäfte, die mit der Betätigung auf den vorgenannten Gebieten in Zusammenhang stehen.

Das Grundkapital der A beträgt 282.973.361 € Es ist eingeteilt in 7.679.060 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Ende 2002 wurden rund 99,69 % dieser Aktien von der Antragsgegnerin gehalten; die übrigen befanden sich in Streubesitz. Die Aktien der A waren im amtlichen Handel an den Börsen Frankfurt, Berlin, Bremen, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart notiert und wurden im XETRA-System gehandelt.

2. Zwischen der zum französischen A.-Konzern gehörenden Muttergesellschaft der Antragsgegnerin, der A. D. GmbH, und der A wurde am 22.5.1996 ein Beherrschungsvertrag abgeschlossen. Dieser Vertrag gewährte den außenstehenden Aktionären der A je Aktie im Nennbetrag von 50 DM einen festen Ausgleich (Garantiedividende) i.H.v. mindestens 5,42 € sowie eine Abfindung von 122,71 € Zur vergleichswisen Erledigung eines vor dem Senat unter 20 W 1/02 geführten Spruchverfahrens wurde am 17.4.2002 eine Erhöhung der Garantiedividende auf 6,97 € sowie der Abfindung auf 132,94 € vereinbart.

3. Die Antragsgegnerin verlangte am 4.11.2002 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre nach §§ 327a ff. AktG (Squeeze-out). Die A hat dies durch ad-hoc-Mitteilung am 4.11.2002 bekannt gemacht.

In ihrem – von zwei ihrer damals drei Geschäftsführer unterzeichneten – Bericht (Bericht der Hauptaktionärin) vom 7.4.2003 (nach Bl. 29) bot die Antragsgegnerin den Minderheitsaktionären eine Abfindung i.H.v. 150 € je Aktie an.

4. Bestandteil des Berichts der Hauptaktionärin war eine gutachterliche Stellungnahme der K. Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, S., (K) vom 24.3.2003 (K-Gutachten).

K ermittelte den Unternehmenswert der A anhand der Vorgaben der vom Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. (IDW) aufgestellten Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S1) in der Fassung vom 28.6.2000 im Ertragswertverfahren. Dabei gelangte K – für das in den A.-Konzern eingebundene Unternehmen der A und bei Fortführung des Unternehmens entsprechend dem bisherigen Konzept – zu einem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens der A per 31.12.2002 i.H.v. 980,3 Mio. Euro, der nach Hinzurechnung des in einem vereinfachten Verfahren (buchmäßiges Eigenkapital bzw. Buchwert) ermittelten Werts der gesondert bewerteten Beteiligungen (21,3 Mio. Euro) und des nicht betriebsnotwendigen Immobilienvermögens (67,0 Mio. Euro) sowie Aufzinsung zum 5.6.2003 (Bewertungstichtag) einen Unternehmenswert von 1.098,7 Mio. Euro ergab, was 143,08 € je Stückaktie entspricht.

Die Unternehmensplanung der A gliedert sich in folgende Bereiche:

I. Fixed Networks Division (FND) II. Mobile Networks Division (MND) III. Optical Networks Division (OND) IV. Transport Automation System (Bahnsteuerungstechnik, TAS) V. Components Division (COD) VI. Network Services Division (NSD) VII. sowie den nicht operativen Unternehmensbereich Non-Operating (NOP).

Trotz eines Rückgangs des operativen Ergebnisses des A von 210,9 Mio. Euro in 2001 auf 6,6 Mio. Euro in 2002 wurde für die Jahre 2003 bis 2005 (Detailplanungsphase – Phase I) ein Anstieg des operativen Ergebnisses geplant (2003: 69,1 Mio. Euro, 2004: 80,2 Mio. Euro, 2005: 99,3 Mio. Euro). Angesichts von gewerbe- bzw. körperschaftsteuerrechtlichen Verlustvorträgen i.H.v. 776,5 Mio. Euro bzw. 944,6 Mio. Euro zum 31.12.2002 wurde unterstellt, dass die A erst ab 2013 Gewerbesteuer und erst ab 2015 Körperschaftsteuer zahlen muss.

Die Planung für die Phase der ewigen Rente (Phase II) wurde auf die Planung des Jahres 2005 aufgesetzt. Im Hinblick auf die geplante Verlagerung des Schwerpunkts der Geschäftstätigkeit der A

auf den Vertrieb von A.-Produkten wurde ab 2006 eine niedrigere Reinvestitionsrate berücksichtigt, wodurch sich das operative Ergebnis um 2,5 Mio. Euro verbesserte; außerdem wurde eine Verbesserung des Beteiligungs- und Zinsergebnisses um 0,8 Mio. Euro bzw. 14,9 Mio. Euro angenommen. Umgekehrt wurde in Phase II eine Erhöhung des steuerlichen Aufwands wegen der Aufzehrung der gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge unterstellt.

Die in den Phasen I und II erwarteten künftigen Erträge wurden mit einem einheitlichen Kapitalisierungszinssatz abgezinst. Dieser setzt sich aus einem Basiszinssatz von 5,5 % sowie einem unternehmensspezifischen Risikozuschlag zusammen. Letzterer wurde aus einer Marktrisikoprämie von 5,0 % und einem (unverschuldeten) Betafaktor von 0,95 ermittelt. Grundlage des Betafaktors waren die Daten einer Gruppe von Vergleichsunternehmen (Peer Group), da die K aufgrund des seit 1996 bestehenden Beherrschungsvertrages und des geringen Handels der Aktien der A den aus den eigenen Kursdaten der A abgeleiteten Betafaktor für ungeeignet hielt. In Phase II wurde ein Wachstumsabschlag von 0,5 % angesetzt, der mit der aktuell niedrigen Inflationsrate und dem schwierigen Marktumfeld begründet wurde.

5. Durch Beschluss des LG Stuttgart vom 17.12.2002 zu 34 AktE 34/02 KfH wurde die P Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, S., (im Folgenden P) zur sachverständigen Prüferin gem. § 327c Abs. 2 AktG bestellt. In ihrem Bericht (Prüfungsbericht) vom 7.4.2003 bestätigte P die Angemessenheit der angebotenen Abfindung von 150 €/je Aktie.

6. Die Hauptversammlung der A beschloss am 5.6.2003 die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen eine Abfindung i.H.v. 150 €/je Aktie.

Nach Abschluss eines vor dem Senat unter 20 W 6/03 geführten Freigabeverfahrens durch Beschluss vom 3.12.2003 wurde der Übertragungsbeschluss am 16.12.2003 in das Handelsregister eingetragen; die Eintragung wurde am 31.12.2003 im Bundesanzeiger bekannt gemacht.

Zusätzlich zu der im Übertragungsbeschluss genannten Barabfindung erhielten die Minderheitsaktionäre für den Zeitraum von Januar bis Dezember 2003 die für das Geschäftsjahr 2003 zu beanspruchende Garantiedividende von 6,97 € insgesamt also 156,97 €

7. Der nach Umsätzen gewichtete durchschnittliche Kurs der Aktie der A betrug im Zeitraum von drei Monaten vor dem 4.11.2002 127,24 € und im Zeitraum von drei Monaten vor dem 5.6.2003 151,16 €

II. Die Antragsteller begehren im Spruchverfahren die Festsetzung einer über 150 €/je Aktie hinausgehenden Abfindung.

1. Sie erheben formale Einwände, kritisieren den bei der Barwertberechnung verwendeten Kapitalisierungszinssatz und wenden sich insbesondere gegen die im Rahmen des Ertragswertverfahrens zugrunde gelegten Ertragsprognosen.

Der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre hielt die angebotene Abfindung ebenfalls für zu niedrig bemessen. Zur Begründung berief er sich im Wesentlichen auf die bereits seitens der Antragsteller vorgetragenen Argumente.

Die Antragsgegnerin ist dem Erhöhungsverlangen entgegen getreten.

2. Das LG hat mit Beschluss vom 4.4.2005 bzw. 25.5.2005 die B Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, M., (B) bzw. den dort tätigen Wirtschaftsprüfer Dr. J. – bei Mitwirkung der Wirtschaftsprüfer S. und W. – zum Sachverständigen bestellt und mit der Überprüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung unter Beschränkung auf einen Fragenkatalog beauftragt, der auf der Grundlage des Vortrags der Beteiligten vom Gericht erstellt worden war. Das Gutachten (B Gutachten) wurde am 30.3.2007 vorgelegt und am 11.10.2007 ergänzt. Im Rahmen der Untersuchungen der B lagen dieser die Planungsunterlagen der A, wesentliche Arbeitspapiere von K und P sowie Marktstudien der A und der PC zum Kommunikationsmarkt vom Februar/März 2003 vor. Am 15.10.2007 führte das LG eine mündliche Verhandlung durch, in der u.a. die für die B tätigen Wirtschaftsprüfer S und W gehört wurden.

3. Mit Verfügung vom 19.10.2007 forderte das LG die Antragsgegnerin auf, bei der K eine schriftliche Stellungnahme zu bestimmten, in der mündlichen Verhandlung erhobenen Einwendungen der Antragsteller einzuholen. Dazu legte die Antragsgegnerin vom 6.5.2008 die Stellungnahme der K vom 24.4.2008 vor.

III. Das LG hat zwar die Anträge auf Festsetzung einer höheren Abfindung durch Beschl. v. 27.6.2008 – im Rubrum in Bezug auf den Antragsteller Ziff. 23) berichtigt durch Beschl. v. 21.7.2008 – zurückgewiesen, der Antragsgegnerin aber die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller auferlegt.

Das LG hielt die angebotene Abfindung für angemessen. Weder nach dem Ertragswertverfahren noch aufgrund des – um die Garantiedividende für das Jahr 2002 gekürzten – Börsenkurses oder bei einer Kapitalisierung der Garantiedividende ergebe sich – bei Berücksichtigung der Schätzungenauigkeiten der Einzelwerte – ein höherer Wert.

Die Einwendungen der Antragsteller gegen den von K ermittelten Ertragswert wies das LG zurück. Die Ertragsprognosen hätten sich nicht an einer fiktiven, sondern an der tatsächlichen Planung des Unternehmens zu orientieren. Forschungs- und Entwicklungskosten sowie Zinsen auf Pensionsaufwendungen seien nicht doppelt angesetzt; die Pensionsrückstellungen seien jedenfalls im Ergebnis nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre berechnet worden. Die Kapitalisierungszinssätze reduzierte das LG geringfügig, indem es die Marktrisikoprämie nur mit 4,5 % ansetzte.

IV. Gegen den ihnen zu den nachfolgenden Zeitpunkten zugestellten Beschluss des LG haben mehrere Antragsteller wie folgt sofortige Beschwerde eingelegt:

Antragsteller Ziffer	Zustellung Beschluss	Eingang sofortige Beschwerde	Fundstelle Akten
7)	24.7.2008	5.8.2008	B1. 728, 793
8)	15.7.2008	24.7.2008	B1. 729, 762, 816
9)	24.7.2008	5.8.2008	B1. 728, 793
10)	16.7.2008	30.7.2008	B1. 730, 792, 821
13)	16.7.2008	28.7.2008	B1. 733, 764
15)	16.7.2008	17.7.2008	B1. 735, 748, 828
16)	16.7.2008	29.7.2008	B1. 736, 779

17)	16.7.2008	29.7.2008	Bl. 736, 779
18)	16.7.2008	28.7.2008	Bl. 737, 777, 804
25)	16.7.2008	28.7.2008	Bl. 741, 777, 804

Dem gemeinsamen Vertreter war der Beschluss am 16.7.2008 zugestellt worden; er legte am 30.7.2008 sofortige Beschwerde ein, die er allerdings nicht begründete.

1. Die Beschwerdeführer begehren die Abänderung der landgerichtlichen Entscheidung und die Bestimmung einer 150 €je Aktie übersteigenden Abfindung. Dazu tragen sie im Wesentlichen vor:

a) Der Beschluss des LG sei unter grober Verletzung der Verfahrensrechte der Antragsteller erlassen worden, weshalb das Verfahren an das LG zurück zu verweisen sei.

aa) Der Beschluss des LG stelle eine Überraschungsentscheidung dar. Nach der im Termin am 15.10.2007 durchgeführten Anhörung habe es ausgeschlossen erscheinen müssen, dass das Gericht die Anträge für zurückweisungsreif halte. Die Anhörung der Wirtschaftsprüfer der B sei formlos erfolgt, die Sitzungsniederschrift lasse offen, ob die Wirtschaftsprüfer W und S als Sachverständige oder als sachverständige Zeugen gehört worden seien, ihre Angaben seien weder unmittelbar aufgezeichnet noch auf Tonträger diktiert worden, die gebotene Belehrung sei unterblieben, auf das Abspielen bzw. Vorlegen der Aufzeichnung sei nicht verzichtet worden, Anträge seien nicht protokolliert worden. Im Übrigen habe die B bereits 1996 als Vertragsprüfer fungiert. Schließlich sei zu beanstanden, dass das LG mit der Stellungnahme zu den in der mündlichen Verhandlung aufgeworfenen Fragen nicht den gerichtlichen Sachverständigen, sondern die K beauftragt habe. Den Antragstellern sei nach Eingang der Stellungnahme der K keine Stellungnahmefrist mehr gesetzt worden.

bb) Die angemessene Abfindung müsse durch einen vom Gericht zu bestellenden unabhängigen Sachverständigen neu bestimmt werden.

b) Der Ertragswert des Unternehmens der A liege über 150 €je Aktie.

aa) Die künftigen Erträge seien zu niedrig angesetzt worden.

(1) Die geplante Umwandlung der A in eine im Wesentlichen auf Service und Vertrieb beschränkte Gesellschaft habe in der Planung der künftigen Erträge keinen nachvollziehbaren Niederschlag gefunden. Der Aufwand für Forschung und Entwicklung nehme einen völlig anderen Charakter an, wenn die A selbst nicht mehr produziere, sondern für den übrigen A-Konzern entwickle. Die B habe sich entsprechenden Erkenntnissen bewusst verschlossen. Es sei bereits unklar, welche Forschungskosten für welche Bereiche und welche Jahre geplant worden seien; die Ausführungen hierzu auf S. 18 des Berichts der Hauptaktionärin einerseits und in der ergänzenden Stellungnahme der K andererseits widersprüchen sich.

(2) Bei der Unternehmensplanungen seien bei sämtlichen Aufwandsarten die zum Stichtag geplanten Restrukturierungen unzureichend berücksichtigt worden; dabei sei zu bedenken, dass die A Ende 2002 über ein Cash-Pool-Guthaben von über 1 Mrd. Euro verfügte, aus dem konkret geplante Restrukturierungsmaßnahmen bezahlt werden sollten. Die später durchgeführten weiteren Restrukturierungsmaßnahmen seien zum Bewertungsstichtag bereits vorhersehbar gewesen.

(3) Die Angemessenheit der errechneten Pensionsrückstellungen wird mit Nichtwissen bestritten, die mangelnde Offenlegung der Berechnungsgrundlagen wird gerügt.

(4) Zu berücksichtigen sei schließlich, dass die A aufgrund des seit 1996 bestehenden Beherrschungsvertrages ausgezehrt worden sei und nunmehr nur noch über ein Restvermögen verfüge.

Die Einbindung der A in den A-Konzern führe insbesondere angesichts der Belastungen durch die Kostenverteilung im Konzern zu Problemen; die Hauptaktionärin räume dies auf S. 20 ihre Übertragungsberichts in Bezug auf den Anstieg der Verwaltungskosten im Bereich OND von 2001 nach 2002 selbst ein.

Vor diesem Hintergrund müssten die Minderheitsaktionäre zumindest den Barwert der Garantiedividende erhalten. Dieser Barwert sei angesichts der unterschiedlichen Risikostruktur der Garantiedividende mit einem risikolosen Zinssatz nach typisierten persönlichen Ertragsteuern zu berechnen; dies folge schon daraus, dass bei der Ermittlung der Garantiedividende das Unternehmensrisiko bereits berücksichtigt worden sei. Bei einem Basiszinssatz von 5,0 % sei deshalb ein Kapitalisierungszinssatz von 3,25 % nach Steuern anzuwenden. Der Barwert der Garantiedividende liege demnach deutlich über 150 €

bb) Neben den Ertragsprognosen beanstanden die Beschwerdeführer die Kapitalisierungszinssätze.

(1) Obwohl der im Termin am 15.10.2007 gehörte Sachverständige den Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag nach der Svensson-Methode mit 5,0 % errechnet habe, habe das LG einen Basiszinssatz von 5,5 % angesetzt.

(2) Der Risikozuschlag sei nicht anhand des CAPM zu ermitteln, sondern freihändig zu schätzen, da die Annahmen des CAPM der Realität nicht entsprächen und erhebliche Spielräume bei der Festlegung einzelner Parameter bestünden.

(3) Das LG habe eine Marktrisikoprämie von 4,5 % angesetzt, ohne hierfür ausreichend valide Quellen anzugeben; allein die Bezugnahme auf die Empfehlung des IDW genüge nicht. Die Überrendite von Aktien betrage höchstens 3 %. Die sich aus einer solchen Marktrisikoprämie ergebende Gesamthöhe des Kapitalisierungszinssatzes sei nicht plausibel; bei zutreffender empirischer Ermittlung (arithmetische Mittelung, Ausblendung der 1950er Jahre, zutreffende Auswahl der sicheren Vergleichsanlage) ergäben sich niedrigere Werte.

(4) Das LG habe zu Unrecht den Betafaktor nicht anhand der eigenen historischen Kursdaten der A bestimmt. Der so errechnete Betafaktor betrage – entsprechend den Ausführungen des Vorstands der A in der Hauptversammlung am 5.6.2003 – nur 0,5. Dieser Wert sei hinreichend signifikant. Im Übrigen sei er selbst dann maßgeblich, wenn er nur ein kleines Bestimmtheitsmaß aufweisen sollte. Die zur Bestimmung des Betafaktors anhand einer Peer Group betrachteten Unternehmen seien mit der A nicht vergleichbar, da sie sich weder in einer Squeeze-out-Situation befänden noch in vergleichbarem Umfang beherrscht würden. Die Beherrschung der A durch die Hauptaktionärin reduziere das unternehmensspezifische Risiko. Schließlich sei unverständlich, warum das LG das im Produktivbereich der A verbleibende Risiko erheblich höher einschätze als dasjenige der Vergleichsunternehmen; jedenfalls werde ein solches Risiko durch die verstärkte Ausrichtung der A

auf Service und Vertrieb kompensiert. Nach der geplanten Konzentration auf Service und Vertrieb mache der Produktionsbereich weniger als 20 % der Gesamtumsätze der A aus.

(5) Der Wachstumsabschlag sei mit mindestens 2 % anzusetzen. Die Geldentwertung könne bei einer Investition in ein Unternehmen besser aufgefangen werden als bei einer Anlage in festverzinslichen Wertpapieren. Die Vergangenheit belege, dass es der A bisher immer gelungen sei, Preissteigerungen weiterzugeben. Im Übrigen sei zu klären, ob die A hinsichtlich ihrer weiteren Forschungs- und Entwicklungstätigkeit („Entwicklungszentrum“) überhaupt einem externen Wettbewerb unterliege und ob sie einen etwaigen Preisdruck durch Wettbewerber an ihre Lieferanten weiterreichen könne. Die Unternehmensplanung gehe selbst von steigenden Umsatzerlösen aus. Die erwartete Inflationsrate biete in jedem Fall einen Anhaltspunkt für die gebotene Schätzung des Wachstumsabschlags; die Kerninflationsrate (Preisniveauanstieg ohne unverarbeitete Nahrungsmittel und Energie) habe im März 2006 2 % betragen; dies entspreche der Inflationszielgröße der Europäischen Zentralbank. Das nominelle Wachstum der deutschen Volkswirtschaft habe 1996 bis 2006 durchschnittlich bei 2,0 % gelegen. Schließlich sei der Wachstumsabschlag nach der Rechtsprechung des Oberlandesgerichts Stuttgart im Zweifel mit 1 % anzusetzen.

cc) Das LG habe den tatsächlichen Wert des nicht betriebsnotwendigen Grundvermögens nicht hinreichend aufgeklärt; insbesondere seien die Wertgutachten nicht vorgelegt worden. Im Übrigen habe sich der betriebsnotwendige Teil der Grundstücksfläche der A in S. bereits Anfang 2004 durch die Reduzierung der Beschäftigten auf rund 4.100 reduziert; heute würden nur noch rund 17 % der Grundstücksfläche genutzt. Dies müsse schon zum Zeitpunkt der über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre beschließenden Hauptversammlung bekannt gewesen sein. B habe die Vorstands- und Aufsichtsratsprotokolle der A nicht daraufhin überprüft, ob bereits vor dem 5.6.2003 geplant gewesen sei, das Betriebsgrundstück in S. zu veräußern.

dd) Schließlich habe das LG die Referenzperiode für den Börsenkurs falsch gewählt. Der Börsenkurs sei in größtmöglicher Nähe zum Bewertungsstichtag zu bestimmen; dies gelte schon deshalb, weil den Marktteilnehmern erst ab der Einladung zur Hauptversammlung der A am 5.6.2003 alle für die Bewertung erforderlichen Informationen vorgelegen hätten. Der Abzug der Garantiedividende sei nicht gerechtfertigt.

2. Die Antragsgegnerin verteidigt die Entscheidung des LG.

a) Das landgerichtliche Verfahren gebe keinen Anlass zu Beanstandungen.

In der mündlichen Verhandlung vor dem LG am 15.10.2007 habe nicht der Eindruck entstehen können, dass neben der B ein weiterer Sachverständiger beauftragt werde. Im Übrigen hätten die Antragsteller nach der Übermittlung der ergänzenden Stellungnahme der K noch gut einen Monat lang zu diesem Stellung nehmen können, bevor der Beschluss des LG erging; damit sei dem Gebot der Gewährung rechtlichen Gehörs genüge getan.

b) Das LG habe auch in der Sache richtig entschieden.

aa) Die künftigen Erträge der A seien sachgerecht und zutreffend geschätzt worden.

(1) Die Behauptung der Antragsteller, die Konzentration der A auf Service und Vertrieb sei bei der Planung der künftigen Erträge der A nicht hinreichend berücksichtigt, sei vom LG widerlegt worden. Gleiches gelte für die Einwände der Antragsteller zu den Forschungs- und Entwicklungskosten. Ein Widerspruch in der Darstellung der Forschungskosten sei nicht erkennbar. Hinsichtlich der von den Antragstellern Ziff. 16) und 17) gerügten Aufwandspositionen verweist die Antragsgegnerin auf ihre Antragsrwiderrung und die Bestätigung der dortigen Auffassung durch die B und das LG, dies gilt auch in Bezug auf die Erhöhung der Verwaltungskosten im Bereich der OND. Die Pensionsrückstellungen seien jedenfalls nicht zum Nachteil der Antragsteller berechnet worden.

(2) Da das in Phase I geplante Wachstum wesentlich auf Einzeleffekten beruhe, die für die Phase II eigentlich nicht fortgeschrieben werden könnten, würden die Minderheitsaktionäre sogar durch die Planung begünstigt.

bb) Das LG habe die Kapitalisierungszinssätze zutreffend angesetzt.

(1) Der Basiszinssatz von 5,5 % entspreche der Empfehlung des IDW zum Bewertungsstichtag und der Rechtsprechung des OLG Stuttgart zu vergleichbaren Bewertungszeitpunkten.

(2) Hinsichtlich des Betafaktors verwies die Antragsgegnerin auf ihre Antragsrwiderrung.

(3) Gleiches gilt für den Wachstumsabschlag von 0,5 %. Die B habe diesen Ansatz bestätigt. Das Geschäftsfeld der A sei in besonderem Maße Wettbewerb ausgesetzt, von Preisverfall gekennzeichnet und von Marktsättigung bedroht.

cc) In Bezug auf das nicht betriebsnotwendige Immobilienvermögen sei das LG zu Recht dem K-Gutachten gefolgt. Es habe insbesondere zutreffend gewürdigt, dass Wertgutachten von öffentlich bestellten und vereidigten Gutachtern erstellt worden seien; die Minderheitsaktionäre hätten keinen Rechtsanspruch auf Vorlage dieser Gutachten. In der mündlichen Verhandlung vor dem LG sei vom Justiziar der A überzeugend dargelegt worden, dass erst im Herbst 2003 erste Überlegungen zu einer Teilverwertung des Betriebsareals in S. angestellt worden seien; erst im Mai 2006 sei das Areal verkauft, von der A dann allerdings teilweise zurückgemietet worden. Der Vortrag der Antragsteller stelle die dem K-Gutachten zugrunde gelegte Betriebsnotwendigkeit von 85 % des Areals nicht in Frage.

dd) Bei der Ermittlung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung habe das LG die Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2002 zu Recht abgesetzt, da diese den Aktionären unmittelbar nach der Hauptversammlung am 5.6.2003 ausgezahlt worden sei.

ee) Der Barwert der Garantiedividende liege jedenfalls unter 150 € bei der Berechnung des Barwerts sei kein Zinssatz von weniger als 5 % zu verwenden. Zum Einen dürfe bei der Bestimmung des Zinssatzes nicht die typisierte persönliche Ertragsteuer der Anteilseigner in Abzug gebracht werden. Zum Anderen müsse der Zinssatz aus dem um einen Risikozuschlag erhöhten Basiszinssatz gebildet werden, da der Minderheitsaktionär durch die Garantiedividende nicht vor dem Insolvenzrisiko des Unternehmens und der Möglichkeit der Beendigung des Beherrschungsvertrags geschützt sei.

B. Die von den Antragstellern Ziff. 7), 8), 9), 10), 13), 15), 16), 17), 18) und 25) erhobenen sofortigen Beschwerden sowie die sofortige Beschwerde des gemeinsamen Vertreters sind zwar zulässig, aber unbegründet und daher im Ergebnis zurückzuweisen.

I. Die sofortigen Beschwerden sind zulässig.

1. Sie wurden nach dem gem. Art. 111 Satz 1 FGG-Reformgesetz für dieses Verfahren in der Fassung bis zum 31.8.2009 weiter anzuwendenden § 12 Abs. 1 SpruchG form- und fristgerecht eingelegt.

2. Die Zulässigkeit der sofortigen Beschwerde des gemeinsamen Vertreters scheitert nicht an dessen fehlender Beschwerdebefugnis. Die Beschwerdebefugnis des gemeinsamen Vertreters wird zwar in diesem Verfahren nicht ausdrücklich gerügt. Sie ist aber als Sachentscheidungsvoraussetzung von Amts wegen zu prüfen. (Vgl. allgemein für die freiwillige Gerichtsbarkeit Kahl in Keidel, FGG, 15. Aufl., § 19 Rz. 68.)

Entgegen Stimmen in der Literatur (So unter Berufung auf den Wortlaut des § 6 Abs. 3 SpruchG Drescher in Spindler/Stilz, AktG, SpruchG § 12 Rz. 5; Simon in Simon SpruchG, § 12 Rz. 17; Hüffer, AktG, 8. Aufl. 2008, § 305 Anh. § 12 SpruchG Rz. 3; Kubi in MünchKomm/AktG, 3. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 6.) ist der gemeinsame Vertreter gegen eine Sachentscheidung des LG jedenfalls dann beschwerdebefugt, wenn er – wie hier – zwar das Verfahren nicht nach Rücknahme der Antrags eines Antragstellers gem. § 6 Abs. 3 SpruchG fortführt, aber neben ihm einzelne Antragsteller Beschwerde eingelegt haben. (Ebenso BayObLG v. 18.12.2002 – 3Z BR 116/00, AG 2003, 569 = ZIP 2003, 253 [juris Rz. 21]; OLG Celle, ZIP 25007, 2025 [juris Rz. 6]; zustimmend Krieger in Lutter, UmwG, 4. Aufl., Anhang I SpruchG § 12 Rz. 5; Klöcker/Frowein, SpruchG, § 12 Rz. 6; Fritzsche/Dreier/Verfürth, SpruchG, § 12 Rz. 7; Wilske in KölnKomm/SpruchG, § 12 Rz. 17 sowie Wasmann/Mielke, WM 2005, 822, 824.) Zwar fehlt es dem gemeinsamen Vertreter grundsätzlich an der materiellen Beschwer i.S.d. § 20 FGG; seine Beschwerdebefugnis folgt aber aus der ihm im Verfahren zugewiesenen Funktion.

Dabei wird nicht verkannt, dass der Wortlaut des § 6 Abs. 3 Satz 2 SpruchG den gemeinsamen Vertreter nur im Fall der Antragsfortführung nach § 6 Abs. 3 Satz 1 SpruchG einem Antragsteller gleichstellt. Mit dieser Regelung wollte der Gesetzgeber den gemeinsamen Vertreter indessen umfassend zum Sachwalter der nicht antragstellenden Aktionäre bestimmen. Insbesondere sollte durch diese Regelung eine Ungleichbehandlung der Aktionäre durch ein „Auskaufen“ der Antragsteller verhindert werden; diese Gefahr besteht allerdings nicht nur im Fall der Rücknahme von Anträgen in erster Instanz, sondern auch bei einer durch „Auskaufen“ motivierten Hinnahme der die Anträge zurückweisenden Sachentscheidung des LG. (Vgl. BayObLG v. 18.12.2002 – 3Z BR 116/00, AG 2003, 569 = ZIP 2003, 253 [juris Rz. 21]; OLG Celle v. 19.4.2007 – 9 W 53/06, AG 2007, 865 = ZIP 2007, 2025 [juris Rz. 6]; ebenso Fritzsche/Dreier/Verfürth, SpruchG, § 12 Rz. 7.) Nicht zu entscheiden ist hier, ob der Gesetzgeber dem gemeinsamen Vertreter ermöglichen wollte, den Aktionären ein Beschwerdeverfahren gegen ihren Willen aufzudrängen; (So die Kritik der Gegenauffassung, vgl. Simon in Simon, SpruchG, § 12 Rz. 17 und Kubis, MünchKomm/AktG, 3. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 6.) in diesem Fall ist ein solches Aufdrängen schon deshalb nicht zu befürchten, weil neben dem gemeinsamen Vertreter mehrere Antragsteller selbständig sofortige Beschwerden eingelegt haben.

II. Die Beschwerden sind allerdings unbegründet.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben zwar nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft; (BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04, AG 2007, 544 = ZIP 2007, 1261 [juris Rz. 24]; BGH, ZIP 2005, 2107 [juris Rz. 2]; OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 23]; Singhof in Spindler/Stilz, § 327b Rz. 4; Hüffer, AktG, 8. Aufl. 2008, § 327b Rz. 5.) diese bemisst sich nach dem Grenzpreis, zu dem der Minderheitsaktionär bei einer freiwilligen Desinvestitionsentscheidung ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden könnte. (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 23].) Danach können die Minderheitsaktionäre der A aber keine den angebotenen Betrag von 150 € je Aktie übersteigende Abfindung verlangen.

Entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer bedarf es weder weiterer Gutachten zum Unternehmenswert der A noch einer Zurückverweisung an das LG (dazu unten 1.). Weder der nach fundamentalanalytischen Methoden ermittelte Unternehmenswert der A je Aktie (dazu unten 2.) noch der – mindestens als Untergrenze für die angemessene Abfindung heranzuziehende – Börsenwert der Aktie der A (dazu unten 3.) oder der Barwert der Garantiedividende (dazu unten 4.) gebieten eine höhere Abfindung.

1. Das Verfahren ist nicht unter Aufhebung der angefochtenen Entscheidung an das LG zurück zu verweisen (dazu unten a); die Einholung weiterer Gutachten zum Unternehmenswert der A ist auch im Beschwerdeverfahren nicht veranlasst (dazu unten b).

a) Entgegen der Auffassung einzelner Beschwerdeführer ist keine Zurückverweisung an das LG wegen Fehlern im erstinstanzlichen Verfahren geboten.

aa) Die Stellung von Anträgen der Verfahrensbeteiligten war im Termin zur mündlichen Verhandlung vor dem LG am 15.10.2007 nicht erforderlich. § 137 Abs. 1 ZPO findet auf die mündliche Verhandlung nach § 8 Abs. 1 Satz 1 SpruchG keine Anwendung. Dies beruht auf der unterschiedlichen Funktion der mündlichen Verhandlung im Zivilprozess einerseits und in dem zur freiwilligen Gerichtsbarkeit zu rechnenden Spruchverfahren andererseits. Während im Zivilprozess grundsätzlich nur der Inhalt der mündlichen Verhandlung Entscheidungsgrundlage ist, (Vgl. Reichold in Thomas/Putzo, ZPO, 28. Aufl., § 128 Rz. 6; die Antragstellung enthält vor diesem Hintergrund regelmäßig auch eine Bezugnahme auf den bisherigen Inhalt der Verfahrensakten, vgl. Greger in Zöller, ZPO, 27. Aufl., § 137 Rz. 3.) beruhen die Entscheidungen in der freiwilligen Gerichtsbarkeit auch dann, wenn eine mündliche Verhandlung durchgeführt wurde, auf dem gesamten Akteninhalt. (Schmidt in Keidel, FGG, 15. Aufl., § 12 Rz. 190; von König/von Schuckmann in Jansen, FGG, 3. Aufl., Vor §§ 8–18 Rz. 28.) Dieser umfasst die von den Antragstellern schriftlich formulierten Anträge.

bb) Entgegen der Rüge einzelner Beschwerdeführer lässt die Sitzungsniederschrift der mündlichen Verhandlung vor dem LG nicht offen, ob die anwesenden Wirtschaftsprüfer der B S und W als (sachverständige) Zeugen oder als Sachverständige gehört wurden. Schon bei der Feststellung der Erschienen ist beiden Personen die Funktion des Sachverständigen zugewiesen; als solche werden sie auch im weiteren Inhalt der Niederschrift bezeichnet.

Dass die B beim Abschluss des Beherrschungsvertrags im Jahr 1996 als Vertragsprüfer i.S.v. § 293b Abs. 1 AktG tätig war, hat nicht zur Folge, dass in der Person der für sie tätigen Wirtschaftsprüfer ein Ablehnungsgrund gem. § 17 Abs. 1 SpruchG, § 15 Abs. 1 Satz 1 FGG, §§ 406 Abs. 1 Satz 1, 41 Nr. 5 bzw. 6 ZPO gegeben ist. Bei dem Abschluss des Beherrschungsvertrages im Jahr 1996 und dem Squeeze-out im Jahr 2003 handelt es sich nicht um „dieselbe Sache“ oder um „dasselbe Verfahren“ i.S.d. § 41 ZPO. Weitere Ablehnungsgründe sind nicht ersichtlich.

cc) Ob die Wirtschaftsprüfer vor ihrer Anhörung im Termin entsprechend § 17 Abs. 1 SpruchG, § 15 Abs. 1 Satz 1 FGG, (Gemäß Art. 111 Satz 1 FGG-Reformgesetz ist insoweit das FGG in der Fassung bis zum 31.8.2009 weiter anzuwenden, vgl. dazu OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 128].) §§ 402, 395 Abs. 1 ZPO über ihre Sachverständigenpflichten belehrt wurden – was in der Sitzungsniederschrift nicht vermerkt wurde –, kann dahinstehen, da es sich bei § 395 ZPO um eine bloße Ordnungsvorschrift handelt. (Reichold in Thomas/Putzo, ZPO, 28. Aufl., § 395 Rz. 1; Greger in Zöller, ZPO, 27. Aufl., § 395 Rz. 1.) Dahin gestellt bleiben kann auch, ob die Wirtschaftsprüfer entsprechend § 17 Abs. 1 SpruchG, § 15 Abs. 1 Satz 1 FGG, § 410 ZPO beeidet wurden bzw. sich auf einen von ihnen allgemein geleisteten Eid bezogen haben; anders als im Zivilprozess steht die Beeidigung des Sachverständigen im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit gem. § 15 Abs. 1 Satz 2 FGG im Ermessen des Gerichts.

dd) Zu Unrecht rügen einzelne Antragsteller die Art und Weise der Protokollierung der Angaben der im Termin angehörten Wirtschaftsprüfer S und W. Dabei verkennen sie, dass die §§ 159 ff. ZPO bei Durchführung einer mündlichen Verhandlung im Spruchverfahren nach § 8 Abs. 1 Satz 1 SpruchG keine Anwendung finden. Da das SpruchG insoweit selbst keine Vorgaben enthält, finden nach § 17 Abs. 1 SpruchG die Bestimmungen des FGG Anwendung. (Gemäß Art. 111 Satz 1 FGG-Reformgesetz ist insoweit das FGG in der Fassung bis zum 31.8.2009 weiter anzuwenden, vgl. dazu OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 128].) Das FGG enthält indessen seinerseits keine allgemeinen Vorschriften darüber, auf welche Art und Weise das Ergebnis einer Beweisaufnahme oder Erklärungen Verfahrensbeteiligter aufzunehmen sind. Dies führt jedoch nicht zu einer Anwendung der §§ 159 ff. ZPO. Stattdessen genügt es im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wenn aufgrund einer Beweisaufnahme getroffene Feststellungen, die in der Entscheidung verwertet werden sollen, in geeigneter Weise zu den Akten niedergelegt werden. (BayObLG v. 7.12.1993 – 1Z BR 99/93, 1Z BR 114/93, FamRZ 1994, 913 = NJW-RR 1994, 1225 [juris Rz. 18].) Das kann entweder durch Aufzeichnungen des Richters oder eines Urkundsbeamten während des Termins oder durch nachträgliche Fertigung eines Aktenvermerks geschehen. (BayObLG v. 7.12.1993 – 1Z BR 99/93, 1Z BR 114/93, FamRZ 1994, 913 = NJW-RR 1994, 1225 [juris Rz. 18]; Meyer-Holz in Keidel, FGG, 15. Aufl., Vorb §§ 8-18 Rz. 11; Briesemeister in Jansen, FGG, 3. Aufl., § 12 Rz. 88 fordert zwar die Fertigung einer Sitzungsniederschrift, stellt an die Art und Weise ihrer Fertigung aber keine §§ 159 ff. ZPO entsprechenden Anforderungen.) Erst Recht ist nicht zu beanstanden, dass den Verfahrensbeteiligten bzw. Beweispersonen entgegen § 162 Abs. 1 das Protokoll bzw. vorläufige Aufzeichnungen nicht zur Durchsicht vorgelegt bzw. vorgelesen oder abgespielt wurden.

ee) Nicht zu beanstanden ist, dass das LG mit Verfügung vom 19.10.2007 keine ergänzende Stellungnahme der im Termin am 15.10.2007 angehörten, für die B tätigen Wirtschaftsprüfer W und S, sondern eine Stellungnahme der K angefordert hat. Durch die Verfügung holte das Gericht keinen weiteren Sachverständigenbeweis ein, sondern forderte die Antragsgegnerin zur Ergänzung ihres

Vortrags auf. Da sich die in der Verfügung formulierten Fragen im Wesentlichen auf die von der K durchgeführten Berechnungen bezogen, lag es nahe, bei der Antragsgegnerin anzuregen, ihrerseits bei der K entsprechende Auskünfte einzuholen. Dies ändert nichts daran, dass die Stellungnahme der K als Sachvortrag der Antragsgegnerin zu werten ist. Vor diesem Hintergrund bestand für das Gericht auch kein Anlass, nach Vorlage der Stellungnahme der K durch die Antragsgegnerin den Antragstellern bzw. dem gemeinsamen Vertreter eine ausdrückliche Frist zur Stellungnahme zu setzen oder gar einen weiteren Termin zu bestimmen, um die Stellungnahme der K mündlich zu erläutern.

ff) Schließlich hat das LG nicht das Gebot der Gewährung rechtlichen Gehörs verletzt.

Das Gebot der Gewährung rechtlichen Gehörs verpflichtet das Gericht lediglich, seiner Entscheidung nur solche Tatsachen und Beweisergebnisse zum Nachteil eines Verfahrensbeteiligten zugrunde zu legen, zu denen er sich vorher äußern konnte. (Schmidt in Keidel, FGG, 15. Aufl., § 12 Rz. 147; Briesemeister in Jansen, FGG, 3. Aufl., § 12 Rz. 122.) Aus dem Gebot der Gewährung rechtlichen Gehörs können die Verfahrensbeteiligten daher zwar den Anspruch ableiten, vor der Entscheidung des Gerichts Gelegenheit zur Stellungnahme zu erhalten; dieser Anspruch wurde aber nicht verletzt. Das Gericht muss den Verfahrensbeteiligten nicht ausdrücklich eine Äußerungsfrist setzen; vielmehr genügt es, wenn es stillschweigend die Gelegenheit zur Stellungnahme gibt, indem es vor seiner Entscheidung eine angemessene Zeit auf das Eintreffen einer Stellungnahme wartet. (BVerfGE 4, 190 [juris Rz. 6]; Schmidt in Keidel, FGG, 15. Aufl., § 12 Rz. 158.) Dem hat das LG genügt, indem es nach Übermittlung der von der Antragsgegnerin vorgelegten ergänzenden Stellungnahme an die übrigen Verfahrensbeteiligten mit Verfügung vom 9.5.2008 noch sieben Wochen zuwartete, bevor es am 27.6.2008 in der Sache entschied.

Fehl geht der Einwand einzelner Beschwerdeführer, sie seien durch die Entscheidung des LG „überrumpelt“ worden, weil nach dem Termin am 15.10.2007 nicht damit zu rechnen gewesen sei, dass die Anträge zurückgewiesen würden. Weder der Inhalt der Sitzungsniederschrift noch die Verfügung vom 19.10.2007 lassen darauf schließen, dass das LG zu erkennen gegeben hätte, dass es die Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens beabsichtigt. Im Gegensatz zum Zivilprozess entscheidet das Gericht im Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit nach mündlicher Verhandlung nicht in einem ausdrücklich anberaumten Verkündigungstermin; § 310 Abs. 1 Satz 1 ZPO findet in der freiwilligen Gerichtsbarkeit keine Entsprechung. Die Verfahrensbeteiligten mussten daher auch ohne Ankündigung seitens des Gerichts damit rechnen, dass dieses nach dem Termin am 15.10.2007, spätestens aber nach Erledigung der Verfügung vom 19.10.2007 durch Vorlage der Stellungnahme der K eine abschließende Sachentscheidung trifft.

Dass der von den Antragstellern Ziff. 16) und 17) mit Schriftsatz vom 4.7.2008 gut acht Wochen nach Übermittlung der ergänzenden Stellungnahme der K hierzu gehaltene Vortrag bei der Entscheidung des LG am 27.6.2008 nicht berücksichtigt wurde, stellt demnach schon keine Verletzung des Gebots der Gewährung rechtlichen Gehörs dar. Im Übrigen wäre eine solche Gehörsverletzung jedenfalls geheilt worden, weil der Inhalt des Schriftsatzes vom Senat im Beschwerdeverfahren berücksichtigt wurde. (BVerfGE 22, 282 [juris Rz. 11].) Eine Zurückverweisung des Verfahrens an das LG ist daher in keinem Fall veranlasst.

b) Die von den Antragstellern erhobenen formalen Rügen gebieten auch keine umfassende Neubewertung des Unternehmens der A im Beschwerdeverfahren.

aa) Ohne Erfolg rügen einzelne Antragsteller in diesem Zusammenhang formelle Mängel des Übertragungsverfahrens. Nicht zu entscheiden ist, ob formelle Mängel des Übertragungsverfahrens dazu führen können, dass im Spruchverfahren eine umfassende Neubewertung durch einen vom Gericht bestellten Sachverständigen durchzuführen ist. Dass der Bericht der Antragsgegnerin nur von zwei ihrer damals drei Geschäftsführer unterschrieben wurde, begründet jedenfalls keinen Verfahrensmangel, da die Unterzeichnung durch die Geschäftsführer in vertretungsberechtigter Zahl den Anforderungen der § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG, § 126 BGB genügt.(OLG Stuttgart v. 3.12.2003 – 20 W 6/03, AG 2004, 105 = ZIP 2003, 2363 [juris Rz. 8].) Dass nur der von der Antragsgegnerin angebotene Abfindungsbetrag, nicht aber etwaige Erhöhungsbeträge durch Bankbürgschaft abgesichert sind, ist ebenfalls nicht zu beanstanden.(OLG Stuttgart v. 3.12.2003 – 20 W 6/03, AG 2004, 105 = ZIP 2003, 2363 [juris Rz. 29]; BVerfG v. 30.5.2007 – 1 BvR 390/04, AG 2007, 544 = ZIP 2007, 1261 [juris Rz. 25].)

bb) Auch die Kritik an der nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG durchgeführten Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung gebietet keine umfassende Neubewertung. P wurde als Prüferin entsprechend den Vorgaben des § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG vom Gericht ausgewählt. Der Umstand, dass P von der Antragsgegnerin vorgeschlagen wurde, führt zu keinem anderen Ergebnis;(OLG Stuttgart v. 3.12.2003 – 20 W 6/03, AG 2004, 105 = ZIP 2003, 2363 [juris Rz. 19].) die Unabhängigkeit der Prüferin wird dadurch nicht tangiert.(BGH v. 18.9.2006 – II ZR 225/04, AG 2006, 887 = ZIP 2006, 2080 [juris Rz. 13]; OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 139].) Dass die Prüfung ordnungsgemäß durchgeführt wurde, wird durch den Umstand, dass P parallel zu K tätig wurde, nicht in Frage gestellt.(OLG Stuttgart v. 3.12.2003 – 20 W 6/03, AG 2004, 105 = NZG 2004, 146 [juris Rz. 21 ff.]; OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 26]; BGH v. 18.9.2006 – II ZR 225/04, AG 2006, 887 = ZIP 2006, 2080 [juris Rz. 14].) Schließlich ist der Inhalt des Prüfungsberichts entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller nicht unzureichend. Zwar hat die Prüferin nach § 327c Abs. 2 Satz 2 AktG die Angemessenheit der angebotenen Abfindung zu prüfen. Das bedeutet aber nicht, dass sie das Unternehmen vollständig neu zu bewerten hätte. Vielmehr hat sie zu beurteilen, ob die angewendeten Methoden der Unternehmensbewertung sowie die getroffenen Prognose- und Wertungsentscheidungen vertretbar waren und den Regeln einer ordnungsgemäßen Unternehmensbewertung entsprachen.(OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 140]; 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.)

cc) Unbeachtlich ist in diesem Zusammenhang, dass die Antragsgegnerin den Antragstellern von diesen geforderte allgemeine Unterlagen, namentlich die auf S. 2 des Prüfungsberichts aufgeführten Dokumente sowie die Arbeitspapiere der Prüferin nicht zur Verfügung gestellt hat. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, dem Gericht auf Verlangen Unterlagen vorzulegen; dies gilt aber nur für solche, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind.(OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 141]; ebenso Winter in Simon, SpruchG, § 7 Rz. 59 f.) Die Notwendigkeit der Einsichtnahme in die Arbeitspapiere von P und K ist indessen weder dargetan noch ersichtlich. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Bericht der Hauptaktionärin wieder gegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere der K oder der P weitere, für die Entscheidung des Senats erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht erkennbar, zumal

jedenfalls die wesentlichen Bestandteile dieser Arbeitspapiere von den gerichtlichen Sachverständigen im Rahmen ihres Gutachtens eingesehen wurden.

2. Anhand fundamentalanalytischer Methoden ergibt sich kein Unternehmenswert, der den angebotenen Betrag von 150 € je Aktie übersteigt.

Die von K zur Ermittlung des Unternehmenswerts der A durchgeführte, von P nicht beanstandete, fundamentalanalytische Bewertung im Ertragswertverfahren zu dem nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Tag der Hauptversammlung am 5.6.2003 (Bewertungsstichtag) begegnet keinen methodischen Bedenken. 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; 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. Nach der Ertragswertmethode sind die den Aktionären künftig zufließenden Erträge der A zu schätzen (dazu unten a)) und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz (dazu unten b)) abzuzinsen; der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens und andere Sonderwerte sind hinzuzurechnen (dazu unten c)).

Obwohl sich die Zuflüsse an die außenstehenden Aktionäre eines durch Unternehmensvertrag beherrschten Unternehmens wesentlich nach dem gem. § 304 AktG zu gewährenden Ausgleich bestimmen, wurde hier zu Recht eine Ertragswertermittlung durchgeführt. Da die A keinem Gewinnabführungs-, sondern nur einem isolierten Beherrschungsvertrag unterliegt, können die außenstehenden Aktionäre hier an den im Unternehmen erwirtschafteten, an die Anteilseigner ausschüttbaren Erträgen partizipieren, soweit sie die Garantiedividende übersteigen. (Soweit demgegenüber LG Frankfurt/M., Der Konzern 2006, 553 [juris Rz. 27 f.], und KG v. 2.9.1999 – 2 W 2341/97, NZG 2003, 644 [juris Rz. 16], festgestellt haben, dass es nach Festsetzung eines Ausgleichs nach § 304 AktG auf den Ertragswert des Unternehmens nicht mehr ankomme, lag dem jeweils ein kombinierter Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag zugrunde.)

Bei der Überprüfung der Ertragswertermittlung ist zu berücksichtigen, dass im Rahmen der Tatsachenfeststellung in Spruchverfahren § 287 Abs. 2 ZPO anwendbar ist, weil 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. (Vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 137].)

a) Das LG hat zu Recht die im Rahmen der Unternehmensbewertung der K zugrunde gelegten Prognosen der künftigen Erträge der A übernommen. Weder das methodische Vorgehen bei der Prognose der künftigen Erträge (dazu unten aa)) noch die Ertragsprognosen in Phase I (dazu unten bb)) bzw. in Phase II (dazu unten cc)) oder die Berücksichtigung typisierter persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner (dazu unten dd)) sind zu beanstanden.

aa) Maßgeblich für die Prognose der künftigen Erträge ist nicht die fiktive Planung eines unabhängigen Unternehmens, sondern die tatsächliche Planung der A als Unternehmen, das vertraglich beherrscht wird. Dahin gestellt bleiben kann deshalb, ob die Unternehmensplanung der A von der Konzernobergesellschaft zum Vorteil des A-Konzerns bei Inkaufnahme von Nachteilen für die A gesteuert wurde. Unerheblich ist insbesondere, ob die von der A aufzubringenden Konzernumlagen für sie ungünstig sind, oder ob die Verlagerung der Geschäftstätigkeit von Produktion zu Service und Vertrieb von der Konzernobergesellschaft gesteuert wurde.

(1) Die Bewertung der A als ein nicht vertraglich beherrschtes Unternehmen erscheint bereits praktisch kaum durchführbar.

Naturgemäß sind die Annahmen, die der Planung eines vertraglich beherrschten Unternehmens zugrunde liegen, in weitem Umfang auf seine Konzerneinbindung und auf den Einfluss der Konzernobergesellschaft zurückzuführen. Wollte man das Unternehmen bewerten, als ob es nicht beherrscht würde, müsste eine vollständig fiktive Planung erstellt werden. (Jonas in FS Kruschwitz, 105, 108, schlägt vor, auf der Grundlage der Annahme zu bewerten, dass der Unternehmensvertrag gekündigt wird; er geht auf die praktische Durchführung einer solchen Bewertung aber nicht näher ein.)

(2) Eine solche fiktive Planung ist jedenfalls rechtlich nicht geboten.

(2.1) Nach § 327b Abs. 1 Satz 1 Halbs. 2 AktG muss die Höhe der Abfindung die Verhältnisse der Gesellschaft zum Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Zu den Verhältnissen der A im Zeitpunkt der Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin am 5.6.2003 zählte indessen der seit dem Jahr 1996 bestehende Beherrschungsvertrag, welcher der A D GmbH nach § 308 Abs. 1 AktG das Recht verschaffte, dem Vorstand der A Weisungen zu erteilen, auch wenn sie für diese nachteilig sind. (Vgl. Riegger in FS Priester, 661, 671; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 87 und 89; Popp, Wpg 2010, 1, 9; zu Recht geht die Rechtsprechung in diesen Fällen deshalb von den tatsächlichen Verhältnissen aus, ausdrücklich OLG Düsseldorf v. 27.2.2004 – 19 W 3/00 AktE, AG 2004, 324 [juris Rz. 52 f.], im Ergebnis ebenso OLG München v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06, OLGReport München 2007, 45 [juris Rz. 15] und OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 34]; a.A. Jonas in FS Kruschwitz, 105, 108 vor dem Hintergrund des – hier nicht einschlägigen – Problems, dass ein Unternehmen, das einem Gewinnabführungsvertrag unterliegt, keinen handelsrechtlichen Erfolg aufweist.) Der Beherrschungsvertrag ist durch die Vollziehung des Squeeze-out auch nicht entfallen; stattdessen ist lediglich der Ausgleichsanspruch der Minderheitsaktionäre aus § 304 AktG erloschen, da sie mit der Übertragung ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin ihre Aktionärsstellung verloren haben, die Voraussetzung des Ausgleichsanspruchs ist. (Vgl. Emmerich in Emmerich/Habersack, Konzernrecht, 5. Aufl., § 304 Rz. 21a; Paulsen in MünchKomm/AktG, 3. Aufl., § 304 Rz. 123; Riegger in FS Priester, 661, 663; ähnlich Stephan in K. Schmidt/Lutter, AktG, § 304 Rz. 45.)

(2.2) Demgegenüber können sich die Antragsteller nicht auf das Gebot der „stand-alone-Bewertung“ berufen. Mit diesem Gebot wird herkömmlich die Nichtberücksichtigung von Synergieeffekten bei der Prognose der künftigen Unternehmenserträge bezeichnet, die aus der Umsetzung der den Bewertungsanlass bildenden Strukturmaßnahme entstehen. (Vgl. OLG Stuttgart, NZG 2000, 744 [juris

Rz. 23]; OLG Düsseldorf v. 27.2.2004 – 19 W 3/00 AktE, AG 2004, 324 [juris Rz. 52]; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 258; Popp, Wpg 2010, 1, 2 schlägt vor diesem Hintergrund vor, nicht von einem “stand-alone-Prinzip“ zu sprechen, sondern von einem “Isolationsprinzip“; er vermag die rechtliche Notwendigkeit eines solchen Vorgehens aber nicht zu begründen.) Die vertragliche Beherrschung der A ist indessen keine Folge des Squeeze-out, der Anlass für die Bewertung ist, sondern des Beherrschungsvertrages, der bereits 1996 geschlossen wurde.

(2.3) Schließlich ist zu bedenken, dass dem Übertragungsbeschluss angesichts des in § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG enthaltenen Mehrheitserfordernisses regelmäßig eine mehr oder weniger lange Phase der Abhängigkeit des Unternehmens vorausgeht.(Vgl. Riegger in FS Priester, 661, 667 f..) Beruht diese Abhängigkeit nicht auf einem Unternehmensvertrag, sondern auf tatsächlichen Umständen wie dem Mehrheitsbesitz des Hauptaktionärs, hat sie indessen nicht zur Folge, dass an die Stelle der tatsächlichen Planung des abhängigen Unternehmens die fiktive Planung eines selbständigen Unternehmens zu setzen ist; bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung ist die vorangegangene faktische Beherrschung des Unternehmens nicht durch Zurückverlagerung des Bewertungsstichtags vor den Beginn der (qualifiziert-)faktischen Konzernierung auszublenden.(Vgl. OLG Stuttgart, NZG 2000, 744 [juris Rz. 28]; zustimmend OLG Celle v. 19.4.2007 – 9 W 53/06, AG 2007, 865 = ZIP 2007, 2025 [juris Rz. 14].) Eine Rechtfertigung für eine grundlegend andere Beurteilung bei vorangegangener vertraglicher Beherrschung ist nicht ersichtlich.

(3) Dem stehen die Vorschriften zum Schutz der außenstehenden Aktionäre bei Unternehmensverträgen nicht entgegen.

(3.1) Zwar sind die außenstehenden Aktionäre bei der vertraglichen Beherrschung vor den nachteiligen Folgen des Beherrschungsvertrages durch die Kompensationsansprüche der §§ 304, 305 AktG geschützt. Der Schutz der außenstehenden Aktionäre, die – wie hier die zum Zeitpunkt des Squeeze-out verbliebenen Minderheitsaktionäre bzw. ihre Rechtsvorgänger – nicht innerhalb der Frist des § 305 Abs. 4 AktG(Soweit das OLG Düsseldorf v. 4.10.2006 – I-26 W 7/06 AktE, AG 2007, 325 = ZIP 2006, 2379 [juris Rz. 39] die Minderheitsaktionäre auf die Ausübung der Abfindungsoption aus einem der aktuellen Strukturmaßnahme vorangegangenen Unternehmensvertrag verwies, war die Frist des § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG noch nicht abgelaufen.) die Möglichkeit genutzt haben, von der A D GmbH nach § 305 Abs. 1 AktG den Erwerb ihrer Aktien gegen eine angemessene Abfindung zu verlangen, beschränkt sich aber – jenseits des mittelbaren Schutzes der Verlustausgleichspflicht nach § 302 AktG – auf den Ausgleichsanspruch des § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG.

(3.2) Dieser Ausgleichsanspruch schützt indessen nicht vor einer „Auszehrung“ der Gesellschaft durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens.(Vgl. Paulsen in MünchKomm/AktG, 3. Aufl., § 304 Rz. 137.) Nach Beendigung des Unternehmensvertrages kann der außenstehende Aktionär auf die geringeren Erträge des „ausgezehrten“ Unternehmens verwiesen werden.(Vgl. BGH v. 20.5.1997 – II ZB 9/96, BGHZ 135, 374 [= AG 1997, 515juris Rz. 14], ähnlich BGH v. 13.2.2006 – II ZR 392/03, BGHZ 166, 195 [= MDR 2006, 1177 = AG 2006, 331juris Rz. 11]; Popp, Wpg 2008, 23, 32 und Wpg 2010, 1, 13; Riegger in FS Priester, 661, 676.) Das Postulat grundsätzlicher Gleichwertigkeit von Abfindung und Ausgleich gebietet nichts Anderes, da es vom Gesetzgeber nicht als zwingendes Prinzip normiert wurde.(Vgl. BGH v. 13.2.2006 – II ZR 392/03, MDR 2006, 1177 = AG 2006, 331 = ZIP 2006, 663 [juris Rz. 11].) Zu überlegen ist allenfalls, inwieweit das Vertrauen des

außenstehenden Aktionärs auf den fortdauernden Bezug der Ausgleichsleistung gebietet, ihm im Fall eines späteren Squeeze-out zumindest den Barwert der Garantiedividende zukommen zu lassen (dazu unten 4.).

bb) Die tatsächliche Planung der A für die Phase I ist danach nicht zu beanstanden.

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. 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. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 146 ff.]; 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].)

(1) Die Einwände der Antragsteller gegen die Planung der Bruttomarge in der Phase I dringen vor diesem Hintergrund nicht durch.

(1.1) Zwar sieht die Unternehmensplanung von 2003 nach 2005 eine Reduzierung der Bruttomarge (Bruttoergebnis) im Verhältnis zu den Umsatzerlösen von 32,3 % in 2003 über 29,8 % in 2004 bis 28,5 % in 2005 vor. Diese Planung erscheint aber plausibel. Die gerichtlichen Sachverständigen haben festgestellt, dass die Margen in den klassischen Produktionsbereichen der A fielen; die geplante Konzentration auf Service und Vertriebe habe lediglich eine Stabilisierung der Bruttomarge ermöglicht. Dementsprechend ist der absolute Betrag des Bruttoergebnisses von 2003 (410,2 Mio. Euro) über 2004 (409,7 Mio. Euro) nach 2005 (416,7 Mio. Euro) in etwa konstant geplant. Im Übrigen ist festzustellen, dass im gleichen Zeitraum eine deutliche Erhöhung des operativen Ergebnisses von 69,1 Mio. Euro in 2003 über 80,2 Mio. Euro in 2004 bis zu 99,3 Mio. Euro in 2005 geplant ist; auch das Verhältnis von operativem Ergebnis zu den Umsatzerlösen steigt von 5,4 % in 2003 über 5,8 % in 2004 bis zu 6,8 % in 2005 kontinuierlich an. Die Planung für Phase I lässt daher im Ergebnis keine Tendenz zur Schlechterstellung der Minderheitsaktionäre erkennen. Bedenkt man, dass das operative Ergebnis der A 2002 nur 6,6 Mio. Euro betrug, erscheint sie sogar eher ambitioniert.

(1.2) Gegen die Planung der Umsatzerlöse in Phase I können die Antragsteller nicht pauschal einwenden, die Marktprognosen seien zu negativ. Die Unternehmensplanung beruht insoweit wesentlich auf der angenommenen Investitionszurückhaltung der Hauptkunden Deutsche Telekom AG und Deutsche Bahn AG. Die gerichtlichen Sachverständigen haben eine Abhängigkeit der A von der Deutsche Telekom AG im Bereich FND in Bezug auf etwa die Hälfte der Umsatzerlöse und im Bereich TAS von der Deutsche Bahn AG in Bezug auf fast zwei Drittel der Umsatzerlöse festgestellt. Zudem haben die gerichtlichen Sachverständigen überzeugend dargelegt, dass die Entwicklung der Umsatzerlöse der A nicht ausschließlich dem allgemeinen Konjunkturverlauf folgt, sondern wesentlich durch technologischen Wandel und Änderungen im Nutzerverhalten mitbestimmt wird.

Vor dem Hintergrund, dass der strukturelle Wandel im Telekommunikationsbereich vom Festnetz zum Mobilnetz in der jüngeren Vergangenheit zu einem deutlichen Anstieg der industriellen Produktion der Telekommunikationsausrüster geführt hatte, erscheint es vertretbar, dass die hohen Umsatzerlöse der Vergangenheit nicht in die Zukunft hinein fortgeschrieben wurden. Diese Planung wird schließlich durch die Marktstudie der gerichtlich bestellten Prüferin vom 11.4.2003 bestätigt, die wegen der bereits erreichten hohen Marktsättigung im Telekommunikationsbereich allgemein von künftig sinkenden Umsatzerlösen ausging.

(1.3) Schließlich ist der geplante Anstieg der Herstellungskosten von 858,0 Mio. € in 2003 über 964,5 Mio. € in 2004 auf 1.041,7 Mio. € in 2005 trotz der von 1.266,2 Mio. € in 2003 über 1.374,2 Mio. € in 2004 auf 1.457,4 Mio. € in 2005 steigenden Umsatzerlöse nicht unplausibel. Zwar können sich aus Umsatzsteigerungen Größenvorteile ergeben, die zu einer Reduzierung der anteiligen Fixkosten je Produktionseinheit führen. Die Antragsgegnerin hat aber nachvollziehbar dargelegt, dass die Produkte der A schnelllebig, entwicklungsintensiv und jeweils kundenspezifisch anzupassen sind, weshalb sich durch Umsatzausweitung anders als bei einmalig entwickelten Massenprodukten keine wesentlichen Größenvorteile erzielen lassen. Die gerichtlichen Sachverständigen haben zudem darauf hingewiesen, dass der Anstieg der Herstellungskosten trotz steigender Umsatzerlöse im Wesentlichen auf die Verschiebung der Umsätze in den Bereichen FND und MND von margenstarken zu margenschwachen Umsätzen sowie den zunehmend erwarteten Preisdruck zurückzuführen seien.

(1.4) Fehl geht schließlich der Einwand des gemeinsamen Vertreters, der geplante Anstieg der Verwaltungskosten von 2002 nach 2003 sei nicht plausibel. Die gerichtlichen Sachverständigen haben insoweit festgestellt, dass zwar der absolute Betrag der Verwaltungskosten ansteige, der Anteil der Verwaltungskosten an den Umsatzerlösen aber nach der Unternehmensplanung stetig zurückgehe.

(2) Die Unternehmensplanung erscheint selbst unter Berücksichtigung weiterer Vergangenheitsdaten und der zum Bewertungsstichtag noch nicht vorliegenden Ergebnisse des ersten Halbjahres 2003 nicht unvertretbar.

(2.1) Die gerichtlichen Sachverständigen haben die Behauptung der Antragsgegnerin bestätigt, dass die Ist-Daten der A vor bzw. nach der Umstellung der Rechnungslegung des Unternehmens im Jahr 2001 grundsätzlich nicht vergleichbar sind; vergleicht man indessen das von 1996 bis 2002 nach gleichen Grundsätzen ermittelte Jahresergebnis im Sinne des HGB, zeigt die Ergebnisplanung wiederum keine Tendenz zur Schlechterstellung der Minderheitsaktionäre. Das für 2005 geplante Jahresergebnis von 90,9 Mio. € wurde lediglich im Jahr 1997 mit 129,4 Mio. € übertroffen; in den Jahren 1996, 1998, 1999 und 2002 sind dagegen negative Jahresergebnisse festzustellen, teilweise im dreistelligen Millionenbereich. In der Entwicklung von 1996 bis 2003 ist schließlich keine klare Aufwärtstendenz zu erkennen; auf eine Besserung von 1996 auf 1997 bzw. von 1999 auf 2000 folgt jeweils ein erneuter Einbruch in 1998 bzw. 2002. (2.2) Die Unternehmensplanung wäre auch dann nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre zu ändern gewesen, wenn die Ergebnisse des ersten Halbjahres 2003 zum Bewertungsstichtag am 5.6.2003 schon vorgelegen hätten. Die gerichtlichen Sachverständigen haben festgestellt, dass wegen der schlechten Ertragsentwicklung in 2003 in diesem Fall sogar eine Korrektur zu Lasten der Minderheitsaktionäre veranlasst gewesen wäre.

(3) Auch die Einwände der Antragsteller im Bereich von Forschung und Entwicklung greifen nicht durch.

(3.1) Fehl geht zunächst die Auffassung einiger Antragsteller, dass ein hoher Forschungs- und Entwicklungsaufwand zu höheren Erträgen in der Zukunft führen müsse. Zum Einen führt Forschungs- und Entwicklungsaufwand nicht notwendig zu aktivierbaren Ergebnissen. Zum anderen ist Forschungs- und Entwicklungsaufwand nicht nur zum Ausbau, sondern bereits zur Erhaltung einer Marktstellung erforderlich. Für die A erscheint die Annahme eines hohen Forschungs- und Entwicklungsbedarfs zur Sicherung der gegenwärtigen Erträge im Übrigen vor dem Hintergrund der von der Antragsgegnerin nachvollziehbar dargelegten Notwendigkeit kundenspezifischer Produktpassungen vertretbar.

(3.2) Der von einigen Antragstellern behauptete Widerspruch zwischen der geplanten Konzentration der A auf Service und Vertrieb einerseits und dem geplanten Aufwand für Forschung und Entwicklung andererseits ist nicht ersichtlich.

(3.2.1) Fehl geht die pauschale Kritik einzelner Antragsteller an der vorbehaltlosen Übernahme der Unternehmensplanung durch die gerichtlichen Sachverständigen. Das B-Gutachten und dessen Erläuterung in der mündlichen Verhandlung vor dem LG lassen eine hinreichend Auseinandersetzung mit der Unternehmensplanung der A erkennen. Nicht geboten ist es, auf der Basis einzelner Hypothesen der Antragsteller, wie etwa der Möglichkeit der A, Wettbewerbsdruck und Preisverfall an ihre Lieferanten weitergeben zu können fiktive Planungen zu erstellen und diese an die Stelle vertretbarer Planungen des Unternehmens zu setzen (zur Vertretbarkeit der geplanten Margenreduzierungen vgl. oben (1)).

(3.2.2) Zu Unrecht rügen andere Antragsteller Widersprüche in der Darstellung des Forschungs- und Entwicklungsaufwands im Bericht der Hauptaktionärin auf S. 18 einerseits und dem Vortrag der Antragsgegnerin im Verfahren, namentlich der K-Stellungnahme andererseits. Die K-Stellungnahme vertieft lediglich die notwendig stark komprimierten Ausführungen im Bericht der Hauptaktionärin. Im Kern lässt sich beiden Passagen entnehmen, dass der Forschungs- und Entwicklungsaufwand für die Produktgruppe S12 reduziert wurde, weil bereits ein hoher Entwicklungsgrad erreicht war; die K-Stellungnahme spricht insoweit von einem Auslaufen der Entwicklungstätigkeit und ergänzt einen Hinweis auf die Verlagerung verbleibender Entwicklungstätigkeiten nach I bzw. C. Beide Passagen weisen übereinstimmend daraufhin, dass die Neuentwicklung des Bereichs Next Generation Networks (NGN) innerhalb des A-Konzerns nicht der A, sondern anderen Konzernteilen zugewiesen wurde. Die K-Stellungnahme ergänzt insofern wiederum nur, dass einzelne Basisentwicklungen für den Bereich NGN weiterhin im Teilkonzern der A erbracht wurden, was vor dem Hintergrund des Forschungspools des A-Konzerns und der besonderen Ausrichtung des Forschungszentrums der A in S. auf die Übertragungstechnik plausibel erscheint.

(3.2.3) Schließlich trägt die Planung im Bereich des Forschungs- und Entwicklungsaufwands der verstärkten Ausrichtung auf Service und Vertrieb durchaus Rechnung.

Die gerichtlichen Sachverständigen haben bestätigt, dass jedenfalls in den umsatzstarken Unternehmensbereichen FND, MND und OND sowohl im Absoluten als auch in Relation zu den Umsatzerlösen ein Rückgang der Forschungs- und Entwicklungskosten geplant wurde, wenn man sowohl die eigenen Forschungs- und Entwicklungskosten als auch die von der A innerhalb des Forschungspools des A-Konzerns geleisteten und erhaltenen Umlagen einbezieht. In der von der Antragsgegnerin vorgelegten ergänzenden Stellungnahme der K ist zudem dargelegt, dass die in Phase

I geplanten Forschungs- und Entwicklungskosten mit 11,1 % der Umsatzerlöse deutlich unter dem 2002 erreichten Wert von 15,9 % liegen.

Dass der Forschungs- und Entwicklungsaufwand nicht auf Null sinkt, steht zur geplanten Konzentration auf Service und Vertrieb nicht in Widerspruch. Zum Einen ist zu bedenken, dass die A nicht in ein reines Service- und Entwicklungsunternehmen umgewandelt werden soll. Diese strategische Neuausrichtung betrifft vor allen Dingen den Bereich der Telekommunikation, nicht aber den Teilbereich Components Division (COD) sowie den Bereich der Bahnsteuerungstechnik (TAS). Dem entspricht, dass die gerichtlichen Sachverständigen in den Bereichen FND, MND und OND in der Planung für Phase I eine Reduzierung des Forschungs- und Entwicklungsaufwands, in den Bereichen COD und TAS aber eine Erhöhung der Forschungs- und Entwicklungskosten festgestellt haben. Zudem hat die Antragsgegnerin plausibel dargelegt, dass auch im Telekommunikationsbereich trotz der dortigen Konzentration auf Service und Vertrieb der Forschungs- und Entwicklungsaufwand nicht vollständig entfällt, da weiterhin Aufwand zur kundenspezifischen Anpassung der Produkte entsteht. Schließlich ist zu bedenken, dass der Forschungs- und Entwicklungsaufwand der A angesichts ihrer Einbindung in den Forschungspool des Gesamtkonzerns nicht ausschließlich ihrer eigenen Produktion bzw. den von ihr angebotenen Service- und Vertriebsleistungen zugute kommt; ob sich daraus für die A vor dem Hintergrund der Finanzierung des Forschungspools durch Konzernumlagen per Saldo ein Vorteil oder ein Nachteil ergibt, kann dahinstehen, da entgegen der Auffassung einiger Antragsteller das Unternehmen der A nicht so zu bewerten ist, als wäre es nicht in den A-Konzern eingebunden (vgl. dazu oben aa)).

(4) Eine doppelte Berücksichtigung desselben Aufwands zu Lasten der Minderheitsaktionäre ist nicht ersichtlich.

A. Dies gilt zunächst für den Pensionsaufwand.

(4.1.1) Die pauschale Vermutung einzelner Antragsteller, der Pensionsaufwand sei zu Lasten der Minderheitsaktionäre sowohl beim Personalaufwand als auch beim Zinsaufwand berücksichtigt worden ist durch die von der Antragsgegnerin vorgelegte ergänzende Stellungnahme der K ausgeräumt. Diese hat erläutert, dass der im Personalaufwand ausgewiesene Pensionsaufwand nur die im jeweiligen Geschäftsjahr hinzuerworbenen Versorgungsansprüche, Auswirkungen von Rechtsprechungsänderungen sowie versicherungsmathematische Gewinne bzw. Verluste (operationale Kosten) enthalte. Bei dem im Zinsergebnis ausgewiesenen Zinsaufwand für Pensionsrückstellungen handelt es sich dagegen nach dem im Bericht der Hauptaktionärin auf S. 27 wiedergegebenen K-Gutachten um die in der Zuführung zu den Pensionsrückstellungen enthaltenen Zinsanteile;(Vgl. zum Zinsanteil der Zuführbeträge zu den Pensionsrückstellungen Lothar Schruff in FS Baetge 1997, 401, 408 f.; FörSchle in BeckBilanzkommentar, 6. Aufl., § 275 HGB Rz. 138.) diese Darstellung wird durch die vorgelegten Erläuterungen des Berichts über die Prüfung des handelsrechtlichen Jahresabschlusses und Teilkonzernabschlusses der A zum 31.12.2002 bestätigt. Der Ansatz dieser Position ist entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller nicht zu beanstanden. Der Zinsanteil aus der Zuführung zu den Pensionsrückstellungen kann entweder dem Personalaufwand oder dem Finanzergebnis zugeordnet werden.(Vgl. Marten/Köhler/Neubeck, BB 2001, 1572, 1572; FörSchle in BeckBilanzkommentar, 6. Aufl., § 275 HGB Rz. 138 m.w.N..)

(4.1.2) Die Behandlung der Pensionsrückstellungen im Rahmen der Unternehmensbewertung durch K ist jedenfalls vertretbar. Das pauschale Bestreiten der Angemessenheit der Höhe der Pensionsrückstellungen mit Nichtwissen seitens einzelner Antragsteller vermag ihre Vertretbarkeit nicht in Frage zu stellen; dies gilt jedenfalls vor dem Hintergrund der Feststellung der gerichtlichen Sachverständigen, dass die Rückstellungen auf einem Pensionsgutachten vom 27.11.2002 beruhen. Zwar haben die gerichtlichen Sachverständigen festgestellt, dass die Pensionsrückstellungen vor dem Hintergrund der Auswirkungen aktueller Restrukturierungsmaßnahmen (IT-Outsourcing, Verkauf Werk G.) ab 2004 um 8,59 Mio. € zu hoch angesetzt worden waren. Zugleich haben sie aber aufgezeigt, dass die Höhe der Pensionsrückstellungen durch einen Ausgleichsposten an anderer Stelle korrigiert wurde; aufgrund dieser Korrektur wurden zusätzliche Zinserträge zugunsten der Minderheitsaktionäre geplant.

(4.2) Die von Antragstellerseite in den Raum gestellte Vermutung, Forschungs- und Entwicklungskosten seien durch ihre Berücksichtigung auch im Rahmen der Herstellungskosten zu Lasten der Minderheitsaktionäre doppelt angesetzt worden, ist jedenfalls durch die von der Antragsgegnerin vorgelegte ergänzende Stellungnahme der K ausgeräumt. Zutreffend wird dort darauf hingewiesen, dass eine Doppelberücksichtigung des Forschungs- und Entwicklungsaufwands in der Unternehmensplanung zu einem ggü. der Vergangenheit merklich höheren Aufwand hätten führen müssen, tatsächlich wurden aber für 2003 und 2004 niedrigere Herstellungskosten als für 2002 und für die gesamte Phase I niedrigere Forschungs- und Entwicklungskosten als in 2002 prognostiziert.

(5) Ebenso wenig lässt sich feststellen, dass die Unternehmensplanung zu berücksichtigende Kostenvorteile zu Lasten der Minderheitsaktionäre außer acht gelassen hätte.

(5.1) Kostenvorteile, die durch den Squeeze-out selbst zu erwarten sind, namentlich die Reduzierung der Kosten für die Hauptversammlung, sind aus Rechtsgründen nicht zu berücksichtigen. (Vgl. OLG München v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06, OLGReport München 2007, 45 [juris Rz. 27].)

(5.2) Bei der Planung des künftigen Aufwands zu berücksichtigen sind dagegen Kostensenkungsmaßnahmen. Dies gilt auch für solche, die zwar erst nach dem Bewertungsstichtag (5.6.2003) umgesetzt wurden, aber zu diesem Zeitpunkt bereits beschlossen waren; Entwicklungen, die erst nach dem Bewertungsstichtag eingetreten sind, sind zu berücksichtigen, soweit sie in den am Stichtag bestehenden Verhältnissen bereits angelegt waren. (BGH v. 4.3.1998 – II ZB 5/97, BGHZ 138, 136 [= AG 1998, 286] juris Rz. 11]; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 34 und 87.)

(5.2.1) Dem am 5.6.2003 unstreitig bereits angelegten, durch die zum 31.12.2002 gebildeten Rückstellungen unterlegten Restrukturierungsprogramm trägt die Unternehmensplanung der A indessen Rechnung.

Wesentliche Teile des Cash-Pool-Guthabens der A zum 31.12.2002 i.H.v. 1,197 Mrd. Euro waren dazu bestimmt, die aus den bis dato geplanten Restrukturierungsmaßnahmen zu erwartenden Kosten zu decken. Umgekehrt wurden allerdings auch Kosteneinsparungen durch die geplanten Restrukturierungen berücksichtigt. Das im Bericht der Hauptaktionärin wieder gegebene K-Gutachten weist an mehreren Stellen auf Kostenminderungen ggü. der Vergangenheit infolge von Kostenreduktions- und Personalmaßnahmen hin, beispielsweise auf Seiten 18, 20 und 27 des Berichts

der Hauptaktionärin. Die gerichtlichen Sachverständigen haben im Übrigen festgestellt, dass die Auswirkungen aktueller Restrukturierungen auf den Personalbereich bei den Pensionsrückstellungen im Rahmen der Unternehmensbewertung der K berücksichtigt wurden (vgl. dazu oben (4) (4.1) (4.1.2).

(5.2.2) Entgegen der Auffassung der Antragsteller ist aber nicht davon auszugehen, dass sämtliche von der A später durchgeführten Restrukturierungsmaßnahmen bereits zum 5.6.2003 angelegt waren.

Die gerichtlichen Sachverständigen vermochten jedenfalls den bis zum 5.6.2003 veröffentlichten Presseartikeln sowie den Protokollen der Sitzungen des Vorstands der A von Januar 2002 bis Mai 2003 keine Anhaltspunkte dafür entnehmen, dass die bis dato geplanten Restrukturierungsmaßnahmen nicht in der Unternehmensplanung abgebildet waren.

Zwar wurden im November 2003 sowie im Dezember 2004 und im Jahr 2005 weitere Presseartikel über Personalabbaupläne bei der A veröffentlicht. Es reicht aber nicht aus, dass sich rückblickend eine irgendwie geartete Kausalkette bis zum Stichtag zurückverfolgen lässt. (OLG Düsseldorf v. 17.2.1984 – 19 W 1/81, AG 1984, 216 = DB 1984, 817, 818; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 34.) Allein aus dem – im Fall der ersten Veröffentlichung nur ein knappes halbes Jahr betragenden – zeitlichen Abstand zum Bewertungsstichtag kann demnach nicht darauf geschlossen werden, dass diese Personalabbaumaßnahmen bereits zum 5.6.2003 angelegt waren.

Der pauschale Einwand einiger Antragsteller, weiterer Personalabbaubedarf sei zum Bewertungsstichtag bereits vorhersehbar gewesen, dringt nicht durch. Die Gegenüberstellung des geplanten und des tatsächlichen Personalbestandes durch die Antragsgegnerin für die Jahre 2003 und 2004 lässt jedenfalls nicht erkennen, dass in diesem Zeitraum mehr Personal abgebaut worden wäre, als in der Unternehmensplanung zum 5.6.2003 vorgesehen war. Die Antragsgegnerin hat zudem nachvollziehbar dargelegt, dass erst aufgrund der schlechten Entwicklung im zweiten Halbjahr 2003 bislang nicht geplante zusätzliche Personalabbaumaßnahmen beschlossen wurden.

cc) Zu Recht ist das LG auch von der tatsächlichen Planung der A für die Phase II nicht abgewichen.

(1) Fehl gehen die Einwände der Antragsteller gegen die Reduzierung des zu kapitalisierenden Ergebnisses vom Ende der Phase I nach Phase II.

(1.1) Zwar reduziert sich das prognostizierte Ergebnis nach Unternehmenssteuern von 90,9 Mio. € in 2005 am Ende der Phase I auf 76,8 Mio. € in Phase II. Das Ergebnis vor Unternehmenssteuern steigt nach der Unternehmensplanung der A aber an. Dies gilt sowohl für das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit, das von 53,0 Mio. € in 2003 über 66,4 Mio. € in 2004 und 82,2 Mio. € in 2005 auf 100,4 Mio. € in Phase II steigt, als auch für das um Bereinigungen bei der Überleitung von Phase I nach Phase II korrigierte (vgl. dazu unten (2) (2.3)) Ergebnis vor Unternehmenssteuern, das von 30,8 Mio. € in 2003 über 64,6 Mio. € in 2004 und 89,9 Mio. € in 2005 auf 76,8 Mio. € in Phase II wächst. Schon der Vergleich zwischen den prognostizierten Ergebnissen vor und nach Unternehmenssteuern zeigt, dass der Rückgang des zu kapitalisierenden Ergebnisses in Phase II auf steuerrechtliche Ursachen zurückzuführen ist. Aufgrund ihrer steuerrechtlichen Verlustvorträge muss die A bis 2013 keine Gewerbe- und bis 2015 keine Körperschaftsteuer entrichten. Dementsprechend

sind in Phase I jährlich nur 1,5 Mio. € an Unternehmenssteuern geplant, in Phase II dagegen 24,8 Mio. €

(1.2) Sachliche bzw. rechnerische Fehler bei der Prognose der Unternehmenssteuerbelastung in Phase II sind entgegen der pauschalen Behauptung einzelner Antragsteller nicht ersichtlich. Die Antragsgegnerin hat anhand eines bis zum Jahr 2016 erweiterten Phasenmodells überzeugend dargelegt, dass der Barwert der Unternehmenssteuerbelastung bei einer Betrachtung der einzelnen Perioden bis 2016 dem Barwert entspricht, der sich bei einer auf drei Perioden beschränkten Phase I und einem Ansatz von 24,8 Mio. € für die Unternehmenssteuerbelastung in Phase II ergibt. Die gerichtlichen Sachverständigen haben diesen Betrag bestätigt. Die steuerrechtlichen Verlustvorträge wurden jedenfalls in den Anlagen zu der ergänzenden Stellungnahme der K nachvollziehbar aufgeschlüsselt.

(1.3) Schließlich ist zu bedenken, dass nach den Feststellungen der gerichtlichen Sachverständigen das für die Phase II geplante Ergebnis nach Unternehmenssteuern über 250 % des durchschnittlichen, nach HGB ermittelten Jahresergebnisses der A im Zeitraum von 1996 bis 2003 entspricht.

(2) Zu Unrecht meint der gemeinsame Vertreter, dass die Prognosen für Phase II nicht auf die Prognosen für das Ende der Phase I (2005) aufgesetzt werden dürften, weil im Jahr 2005 noch kein Gleichgewichts- bzw. Beharrungszustand eingetreten sei.

(2.1) Zwar weisen die in Phase I prognostizierten Ergebnisse insoweit noch eine erhebliche Dynamik auf, als das Ergebnis vor Unternehmenssteuern von 30,8 Mio. € in 2003 über 64,76 Mio. € in 2004 auf 90,9 Mio. € in 2005 ansteigt. Betrachtet man demgegenüber aber die Prognosen für das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ohne die Bereinigungen durch die Überleitung der nach IAS ermittelten Ergebnisse in die Vorgaben des HGB, fällt die Dynamik schon deutlich geringer aus. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit steigt von 53,0 Mio. € in 2003 über 66,4 Mio. € in 2004 nur auf 82,2 Mio. € in 2005 an.

(2.2) Im Übrigen ist es grundsätzlich nicht zu beanstanden, wenn die Prognose für die Phase II auf einer Periode aufsetzt, die sich noch nicht in einem völligen Gleichgewichtszustand befindet, sofern – wie von der Antragsgegnerin dargelegt – überall dort, wo nachhaltig Abweichungen von den Verhältnissen der fraglichen Periode zu prognostizieren sind, bei der Überleitung von Phase I nach Phase II Korrekturen durchgeführt wurden. (Vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 72; IDW S1 Stand 28.6.2000 Rz. 83.)

(2.3) Die gerichtlichen Sachverständigen haben die Durchführung der gebotenen Korrekturen namentlich für die Planung des von den Antragstellern in Frage gestellten Investitionsaufwands bestätigt. Danach wurde durch die Erhöhung des operativen Ergebnisses in Phase II um 2,5 Mio. € ggü. der Prognose für 2005 erreicht, dass die Investitionsrate der Abschreibungshöhe in Phase II weitgehend entspricht und sich insoweit ein nachhaltiger Gleichgewichtszustand einstellt. Auf diese Weise wurde berücksichtigt, dass das Abschreibungsvolumen im Prognosejahr 2005 wegen der Auswirkungen umfangreicher Investitionen in den Jahren 2000 und 2001 merklich über den infolge der verstärkten Ausrichtung auf Service und Vertrieb geringeren geplanten aktuellen Investitionen lag.

dd) Nicht zu beanstanden ist, dass die für die Phase I und II vertretbar prognostizierten Erträge nach Unternehmenssteuern nicht unmittelbar, sondern erst nach Abzug typisierter persönlicher Ertragsteuern der Anteilseigner kapitalisiert wurden.

(1) Da sich der Wert eines Unternehmens für den Anteilseigner nach den ihm zukommenden Nettoeinnahmen bestimmt, sind die auf Seiten der Anteilseigner anfallenden Ertragsteuern zu berücksichtigen. (Vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 54]; IDW S1 Stand 28.6.2000 Rz. 37; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 138.) Das K-Gutachten hat dazu entsprechend dem zum Bewertungsstichtag geltenden Halbeinkünfteverfahren und den damals aktuellen Empfehlungen des IDW (IDW S1 Stand 28.6.2000 Rz. 39.) auf der Ertragsseite einen – notwendig typisierten (Vgl. dazu OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 212].) – Steuersatz von 17,5 % angesetzt.

(2) Von dem generell zulässigen Abzug typisierter persönlicher Ertragsteuern ist entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller hier nicht deshalb ausnahmsweise abzusehen, weil die A über umfangreiche Verlustvorträge verfügte. Der Einwand der Antragsteller verfinde nur, wenn es sich um handelsrechtliche Verlustvorträge handelte. In diesem Fall dürften schon keine Ausschüttungen geplant werden, bis der Verlustvortrag abgebaut ist, (Vgl. Popp, BB 1999, 1154, 1155; Claussen in KölnKomm/AktG, 2. Aufl., § 266 HGB Rz. 142.) so dass mangels Zuflüssen an die Anteilseigner auch keine Steuern abzuziehen wären. Die Verlustvorträge der A sind jedoch rein steuerrechtlicher Natur, weshalb folgerichtig Ausschüttungen an die Anteilseigner angenommen wurden.

b) Die Kapitalisierungszinssätze für die Phasen I und II sind entsprechend dem von der gerichtlich bestellten Prüferin gebilligten K-Gutachten mit der Maßgabe festzusetzen, dass entsprechend der Entscheidung des LG die Marktrisikoprämie von 5,0 % auf 4,5 % zu reduzieren und die Gesamtzinssätze ggü. den Annahmen des LG geringfügig abzurunden sind; sie betragen 6,35 % in Phase I und 5,85 % in Phase II.

Die den Anteilseignern zukünftig zufließenden Erträge (dazu oben a)) 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 (dazu unten bb)) zusammen; da der Unternehmensbewertung eine Nominalrechnung zugrunde liegt, ist in der Phase II zudem ein Wachstumsabschlag (dazu unten cc)) zu berücksichtigen.

aa) Zu Recht hat das LG die Verwendung eines Basiszinssatzes i.H.v. 5,5 % vor Steuern nicht beanstandet.

(1) Der Basiszinssatz entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi) risikofreie Anlage. (Vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 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]; OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 199].) Dabei kommt es nicht auf die aktuellen Zinssätze am Bewertungsstichtag an, die mehr oder weniger zufällig sind, sondern auf den aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigten, künftig auf Dauer zu erzielenden Nominalzins. (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 39]; vgl. Großfeld, Recht der

Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 574.) Unerheblich ist daher, ob öffentliche Anleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren im Mai 2003 nur mit 3,8 % rentierten.

(2) Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts im K-Gutachten wurde in Übereinstimmung mit den zum Bewertungsstichtag am 5.6.2003 geltenden Empfehlungen des IDW für Bewertungsstichtage ab dem 1.1.2003 (IDW Fachnachrichten 2003, 26.) ein Basiszinssatz von 5,5 % angenommen. Zur Schätzung der nachhaltig zu erzielenden Verzinsung wurde von der K dabei in Übereinstimmung mit der damaligen Fassung von IDW S1 auf die in der Vergangenheit beobachtete Zinsentwicklung zurück gegriffen. (Vgl. IDW S1 Stand 28.6.2000 Rz. 121; zu den konkreten Annahmen der KMPG vgl. den Bericht der Hauptaktionärin, S. 30.) Während der Durchführung des Spruchverfahrens in erster Instanz änderte das IDW allerdings seine Vorgaben und empfahl für Bewertungsstichtage ab dem 1.1.2005 einen Basiszinssatz von 5,0 %. (IDW Fachnachrichten 2005, 70 f.) Dabei wurden auch die allgemeinen Vorgaben zur Ermittlung des Basiszinssatzes ergänzt; zur Prognose der Zinssätze der Wiederanlage wurde in der Neufassung von IDW S1 vom 18.10.2005 eine Orientierung an der aktuellen Zinsstrukturkurve zugelassen. (Vgl. IDW S1 Stand 18.10.2005 Rz. 127.) Nach den Feststellungen der gerichtlichen Sachverständigen ergäbe sich danach zum Bewertungsstichtag ein Basiszinssatz von nur noch 5,0 %.

(3) Entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller hat das LG dennoch zu Recht den Basiszinssatz vor Steuern nicht von 5,5 % auf 5,0 % reduziert.

(3.1) Maßgeblich für die Bestimmung des Basiszinssatzes ist das in § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG angelegte Stichtagsprinzip. Die Entwicklungen nach dem 5.6.2003 können danach nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt und absehbar waren. (Vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 39]; OLG Stuttgart v. 19.3.2008 – 20 W 3/06, AG 2008, 510 [juris Rz. 74].) Vor diesem Hintergrund ist eine Herabsetzung des Basiszinssatzes im Hinblick auf die erst ab dem 1.1.2005 geltende konkrete Zinsempfehlung des IDW nicht geboten. Der Zeitpunkt für die Anwendung einer solchen Zinsempfehlung kann nicht pauschal vorverlagert werden. (Vgl. OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 42]; OLG Stuttgart v. 19.3.2008 – 20 W 3/06, AG 2008, 510 [juris Rz. 75]; zustimmend Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 570.) Gegen die Berücksichtigung der späteren Empfehlung spricht hier, dass sie erst für einen Zeitraum von mehr als eineinhalb Jahren nach dem Bewertungsstichtag bestimmt war, wohingegen die ab dem 1.1.2003 geltende Zinsempfehlung zum Bewertungsstichtag erst knapp ein halbes Jahr alt war.

(3.2) Eine Herabsetzung des Basiszinssatzes von 5,5 % auf 5,0 % ist auch dann nicht geboten, wenn man der Bewertung des Unternehmens der A anstelle der zum Bewertungsstichtag geltenden Fassung von IDW S1 die Neufassung vom 18.10.2005 als neuere Erkenntnis zugrunde legen würde. Dabei kann offen bleiben, ob und in welchem Umfang das Gericht im Rahmen eines langjährigen Spruchverfahrens gehalten ist, nach dem Bewertungsstichtag veröffentlichte wirtschaftswissenschaftliche Erkenntnisse, Bewertungsmethoden und Theorien zu berücksichtigen. (Ausführlich dazu OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 44]; OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 215].) Die Minderheitsaktionäre der A können jedenfalls nicht beanspruchen, dass einzelne Vorgaben neuerer Fassungen von IDW S1 isoliert zu ihren Gunsten angewendet werden. Die zum

Bewertungsstichtag geltende Fassung von IDW S1 setzt sich ebenso wie die Neufassung vom 18.10.2005 aus verschiedenen, aufeinander bezogenen Bewertungsvorgaben zusammen. Wollte man dabei jeweils einzelne, für die Minderheitsaktionäre günstige Vorgaben heranziehen, ohne die übrigen, ihnen ungünstigen Vorgaben der Fassung mit zu übernehmen, wäre die innere Schlüssigkeit der Bewertung in Frage gestellt.(OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 45].) Würde man das Unternehmen der A indessen insgesamt anhand der Vorgaben der Fassung von IDW S1 vom 18.10.2005 bewerten, würde sich der Unternehmenswert zu Lasten der Minderheitsaktionäre reduzieren. Zwar wäre in diesem Fall ein um 0,5 % niedrigerer Basiszinssatz anzuwenden und der Abzug der typisierten persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner infolge der Unterstellung einer Teilausschüttung anstelle der Vollausschüttung der künftigen Ertragsüberschüsse zu reduzieren; durch die Anwendung des von IDW S1 in der Fassung vom 18.10.2005 empfohlenen Verfahrens ergäbe sich aber ein merklich höherer Risikozuschlag, da der Steuerabzug nur noch vom Basiszinssatz vorzunehmen und eine ggü. der Vorsteuermarktrisikoprämie höhere Nachsteuermarktrisikoprämie anzusetzen wäre.(Zur Berechnung des Risikozuschlags gemäß IDW S1 Stand 18.10.2005, insbesondere zur danach anzuwendenden Marktrisikoprämie, vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 209, 213, 220 ff.]) Daraus folgten insgesamt deutlich höhere Kapitalisierungszinssätze und damit im Ergebnis ein niedrigerer Unternehmenswert.

bb) Der Basiszinssatz ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist. Der vom LG angesetzte Wert von 4,28 % ist dabei nicht zu beanstanden.

(1) Da bei der Investition in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind, ist ein Risikozuschlag anzusetzen. Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller ist ein solcher Risikozuschlag nicht wegen des theoretisch denkbaren Ausgleichs von Chancen und Risiken der unternehmerischen Tätigkeit entbehrlich; angesichts der Risikoaversion der Marktteilnehmer ist das Unternehmerrisiko durch entsprechend höhere Renditechancen abzugelten.(OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 48]; OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 202].) Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass das OLG Stuttgart in früheren Entscheidungen auf einen Risikozuschlag zum Basiszinssatz verzichtet habe; in dem angeführten Verfahren war das unternehmerische Risiko – anders als hier – mittels der Sicherheitsäquivalenzmethode bereits bei der Prognose der künftigen Erträge berücksichtigt worden.(OLG Stuttgart v. 1.10.2003 – 4 W 34/93, AG 2004, 43 = DB 2003, 2429 [juris Rz. 38].) Zwar kann der gebotene Risikozuschlag beim Kapitalisierungszinssatz auch pauschal bestimmt werden. Die hier im Rahmen des K-Gutachtens durchgeführte Ermittlung des Risikozuschlags anhand des Capital-Asset-Pricing-Modell (CAPM) ist aber entgegen der Auffassung der Antragsteller methodisch nicht zu beanstanden.(OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 48]; OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 204]; 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.) Dabei wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen (Überrendite) ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie, dazu unten (2)), mit einem unternehmensspezifischen Faktor multipliziert (Befaktor, dazu unten (3)).

(2) Die Marktrisikoprämie ist bei Anwendung der zum Bewertungsstichtag am 5.6.2003 geltende Fassung der IDW S1 (Stand 28.6.2000.) im Wege der Schätzung gem. § 287 Abs. 2 ZPO mit 4,5 % anzusetzen. (OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 50].)

Dabei verkennt der Senat nicht, dass eine empirisch genaue Festlegung der Marktrisikoprämie nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich ist. Die aktuellen empirischen Erkenntnisse belegen indessen weder, dass eine Überrendite von Aktien nicht existiert, noch geben sie Anlass, die bisherige Auffassung des Senats zu revidieren. (Ausführlich dazu OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 221 ff.].) Dies gilt auch unter Berücksichtigung der in diesem Verfahren vorgebrachten Argumente.

Fehl geht insbesondere der Einwand, dass bei Annahme einer Überrendite von Aktien im Bereich von über 3,5 % ein Markt für dreißigjährige Bundesanleihen gar nicht existieren dürfte, weil derjenige Anleger, der langfristig in Aktien anlegt, am Ende seiner Investition deutlich mehr Kapital angesammelt hat als derjenige, der in dreißigjährige Bundesanleihen investiert hat. (Vgl. dazu das Beispiel von Knoll, ZIP 2008, 538, 539.) Trotz des abstrakt für die Aktienanlage deutlich vorteilhafteren Rechenexempels kann für den einzelnen Investor eine Anlage in Wertpapieren subjektiv vorzugswürdig sein. Dies gilt beispielsweise, wenn er damit rechnen muss, dass sein Desinvestitionszeitpunkt auf einen Kurseinbruch am grundsätzlich volatileren Aktienmarkt fällt. Im Übrigen kann der einzelne Investor nur dann darauf vertrauen, eine der Summe aus Basiszinssatz und Marktrisikoprämie entsprechende Rendite zu erzielen, wenn er sein Anlageportfolio entsprechend dem Marktportfolio vollständig diversifiziert; solche Anlagemöglichkeiten werden jedoch nicht jedem Anleger zur Verfügung stehen.

(3) Der im K-Gutachten angenommene Betafaktor von 0,95 wurde vom LG zu Recht nicht beanstandet.

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, Recht der Unternehmensbewertung, 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. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 235]; ebenso Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 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. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 235]; ebenso

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

(3.1) Entgegen der Auffassung der Antragsteller ist der aus den historischen Kursdaten der Aktien der A ermittelte Betafaktor (eigener historischer Betafaktor) nicht dazu geeignet, den künftigen Betafaktor des Unternehmens zu schätzen; offen bleiben kann deshalb, ob der eigene historische Betafaktor der A mit 0,5 nur gut die Hälfte des im K-Gutachtens anhand einer Peer-Group-Analyse ermittelten Betafaktors von 0,95 beträgt.

(3.1.1) Die mangelnde Eignung des eigenen historischen Betafaktors zur Prognose des künftigen Betafaktors des Unternehmens folgt entsprechend den Feststellungen der gerichtlich bestellten Prüferin (Vgl. Bericht der Hauptaktionärin S. 55.) schon aus dem geringen Handel der Aktien.

Nach dem unbestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin wurden die Aktien der A im Zeitraum von etwa 10 Monaten vom 4.8.2002 bis zum Bewertungsstichtag zwar an 43,6 % der Tage gehandelt. Die Zahl der gehandelten Aktien war aber verschwindend gering.

Bis zur Bekanntgabe der Höhe der angebotenen Abfindung am 8.4.2003 lag die Anzahl der täglich gehandelten Aktien in einer Bandbreite von 1 bis 355 Stück, was etwa 0,000013 % bis 0,004623 % des gesamten Aktienbestandes bzw. von 0,004141 % bis 1,469918 % des mit 0,31 % ohnehin nur geringen Anteils der Aktien außenstehender Aktionäre am Gesamtbestand der Aktien (Free Float) entspricht. Betrachtet man nur den Zeitraum zwischen der Bekanntgabe des bevorstehenden Squeeze-out am 4.11.2002 und der Bekanntgabe der angebotenen Abfindung am 8.4.2003, ergibt sich kein wesentlich anderes Bild; in diesem Zeitraum betrug das Handelsvolumen zwischen 4 und 355 Aktien, was etwa 0,000052 % bis 0,004623 % des gesamten Aktienbestandes bzw. 0,0016562 % bis 1,469918 % des Free Float entspricht.

Daran ändert der Umstand nichts, dass die Handelsumsätze nach der Bekanntgabe des Abfindungsangebots erheblich angestiegen sind. Für die Ermittlung des historischen Betafaktors sind grundsätzlich längere Zeiträume in der Vergangenheit zu untersuchen, um eine ausreichende Anzahl von Messpunkten zu erhalten; in der Bewertungspraxis werden deshalb mindestens über ein oder zwei Jahre die wöchentlichen Renditen gemessen. (Vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 736.) Dabei darf die Messperiode nicht erst am Bewertungsstichtag enden, weil die Kursdaten unmittelbar vor dem Bewertungsstichtag nicht mehr die Einschätzung der Marktteilnehmer vom spezifischen Risiko des Unternehmens, sondern nur noch Abfindungsspekulationen widerspiegeln. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 239 ff.].) Offen bleiben kann in diesem Fall, ob die Messperiode schon am Tag der Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme enden muss oder erst am Tag der Bekanntgabe des Abfindungsangebots; hier setzte ein nennenswerter Handel mit den Aktien der A erst zum letztgenannten Zeitpunkt ein.

Demnach kann im entscheidenden Zeitraum bis zum 7.4.2003 kein nennenswerter Handel festgestellt werden. Da eine geringe Liquidität der Aktie die Aussagekraft historisch ermittelter Betafaktoren beeinträchtigt, (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 255]; 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.) können die in diesem

Zeitraum gemessenen Renditen keine taugliche Grundlage für eine Schätzung des künftigen Betafaktors sein. 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.) Dass die Beeinträchtigungen der Aussagekraft historisch ermittelter Betafaktoren auf diese Weise beseitigt werden können, ist aber nicht gesichert. (Befürwortend Erhardt/Nowak, AG Sonderheft 2005, 3, 8; Brühle/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.)

(3.1.2) Dem lässt sich nicht entgegen halten, dass die Heranziehung des eigenen historischen Betafaktors der A trotz seiner fehlenden Aussagekraft geboten sei.

Fehl geht insbesondere der Einwand, dass andernfalls die Rechtfertigung zur Ermittlung des Risikozuschlags anhand des CAPM entfiere. (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 Bewertungsobjekts entnommen werden. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 254] m.w.N.)

Entgegen einer in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vertretenen Auffassung ist auch nicht davon auszugehen, dass geringe Betafaktoren typische Folge der Beherrschung eines Unternehmens 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 Zusammenhang zwischen kleinen Betafaktoren und beherrschten Gesellschaften bestehe. (Vgl. Erhardt/Nowak, AG Sonderheft 2005, 3, 8; Brühle/Erhardt/Nowak, ZfB 2008, 455, 472.) Hiergegen spricht aber schon die in diesen Fällen wegen des geringen Handelsvolumens typischer Weise fehlende Aussagekraft der Kursdaten. Jedenfalls vermag die Auffassung vor dem Hintergrund einer Kontrollüberlegung nicht zu überzeugen: Tendierte 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 Beteiligungsumfanges entsprechend höheres unternehmerisches Risiko auch aus Sicht der außenstehenden Aktionäre nicht durch einen Risikozuschlag abgelten lassen sollte; 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. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 255] m.w.N.)

(3.2) Im Rahmen der nach § 287 Abs. 2 ZPO gebotenen Schätzung ist der künftige Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens der A mit 0,95 anzusetzen. Dieser im Rahmen des K-Gutachtens angenommene Wert ergibt sich aus der nicht zu beanstandenden Peer-Group-Analyse (dazu unten 3.2.1 und 3.2.2) und erscheint vor dem Hintergrund der Verhältnisse des Unternehmens zum Bewertungsstichtag geeignet, das aus der unternehmensspezifischen Risikostruktur folgende

systematische Risiko in der Zukunft angemessen auszudrücken (dazu unten 3.2.3). Dementsprechend hat die gerichtlich bestellte Prüferin die Ermittlung des Betafaktors durch K nach Durchführung einer eigenen Peer-Group-Analyse als sachgerecht bezeichnet. (Bericht der Hauptaktionärin S. 55.)

(3.2.1) Die Berechnung der Betafaktoren der Peer-Group-Unternehmen ist nicht zu beanstanden.

Um das Risiko der beiden Unternehmensschwerpunkte der A angemessen widerzuspiegeln, wurden je eine getrennte Peer Group für den Bereich Telekommunikation und für den Bereich Bahnsteuerungstechnik gebildet. Die Betafaktoren der beiden Peer Groups wurden anschließend im geplanten Verhältnis der Ergebnisbeiträge der beiden Unternehmensbereiche 70:30 gewichtet. Für die Peer-Group-Unternehmen wurde jeweils auf der Basis der Messperiode eines Jahres vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots (2002/2003) ein Betafaktor ermittelt; zugunsten der Minderheitsaktionäre wurde auf eine Berücksichtigung der merklich schlechteren Betafaktoren des vorangehenden Zeitraums 2001/2002 verzichtet. Zur Ausblendung der unterschiedlichen Kapitalstruktur der Vergleichsunternehmen wurde jeweils der Betafaktor des unverschuldeten Unternehmens errechnet, also ausschließlich das operative Unternehmensrisiko ermittelt.

Für den Bereich Telekommunikation wurden die amerikanischen Unternehmen .....,..... sowie die skandinavischen Unternehmen ... und ... herangezogen, für den Bereich Bahnsteuerungstechnik die japanischen Unternehmen .....,... und ... sowie das chinesische Unternehmen ... und das französische Unternehmen ...

Dabei ist nicht zu beanstanden, dass Unternehmen mit einem Betafaktor nahe Null bzw. mit einem negativen Betafaktor nicht in die Vergleichsgruppen aufgenommen wurden. Ein negativer Betafaktor unterstellt, dass sich das unternehmensspezifische Risiko entgegen dem Marktrisiko entwickelt, das heißt, dass die Rendite der Aktie fällt, während die Rendite des Marktportfolios steigt; eine solche Entwicklung ist in der Praxis nur selten anzutreffen. Ein Betafaktor von Null oder gar unter Null unterstellt, dass das unternehmensspezifische Risiko demjenigen eines (quasi) risikofreien Wertpapiers entspricht oder gar darunter liegt; eine solche Annahme widerspricht regelmäßig – auch bei beherrschten Gesellschaften (vgl. dazu oben (3.1) (3.1.2)) – den tatsächlichen Gegebenheiten. Die Nichtberücksichtigung von Unternehmen mit historischen Betafaktoren nahe Null bzw. unter Null bei der Auswahl der Vergleichsunternehmen für die beiden Peer Groups dient daher der Plausibilitätskontrolle. Dabei ist zu berücksichtigen, dass nach den Feststellungen der gerichtlichen Sachverständigen nicht nur zu Lasten der Minderheitsaktionäre Unternehmen mit kleinem Betafaktor ausgeschieden wurden, sondern zu ihren Gunsten auch Unternehmen mit unplausibel hohem Betafaktor außen vor blieben. Im Übrigen können die Antragsteller nicht verlangen, dass in erster Linie Unternehmen in die Peer Groups aufgenommen werden, die in ähnlicher Weise wie die A beherrscht wurden; es ist nicht anzunehmen, dass die Beherrschung eines Unternehmens das unternehmensspezifische Risiko typischer Weise senkt (vgl. dazu oben (3.1) (3.1.2)).

Dahin gestellt bleiben kann im Übrigen, ob die ermittelten Betafaktoren ausschließlich aus den Kursdaten der Vergleichsunternehmen im Verhältnis zum jeweiligen Index abgeleitet wurden (raw beta), oder ob mit Betafaktoren gerechnet wurde, in denen neben den Kursdaten des Vergleichsunternehmens anteilig das Risiko des Marktportfolios enthalten ist (adjusted beta). Durch die Verwendung eines adjusted beta anstelle eines raw beta wird die künftige Annäherung des unternehmensspezifischen Risikos an das Marktrisiko unterstellt. Diese Annahme ist insbesondere

dann gerechtfertigt, wenn sich ein Unternehmen in der Zukunft stärker diversifiziert. Im Bereich der deutlich stärker gewichteten Peer Group Telekommunikation gereicht die Verwendung von adjusted betas den Minderheitsaktionären jedenfalls im Ergebnis nicht zum Nachteil, da die dort ermittelten Betafaktoren im arithmetischen Mittel größer als 1 sind und eine Annäherung an das Marktportfolio vor diesem Hintergrund zu einer Reduzierung des Betafaktors der Peer Group führt.

(3.2.2) Entgegen der Auffassung der Antragsteller hindert die geplante Konzentration der A auf Service und Vertrieb im Telekommunikationsbereich die Eignung der aus dieser Branche herangezogenen Vergleichsunternehmen nicht.

Dahinstehen kann, ob die Vergleichsunternehmen im Bereich Telekommunikation denselben Produktionsanteil aufweisen, wie er für die A geplant ist. Die Anforderungen an die Eignung eines Vergleichsunternehmens dürfen nicht überspannt werden, da ein nach seinen Strukturen und seiner strategischen Ausrichtung übereinstimmendes Referenzunternehmen regelmäßig nicht existieren wird.

Entscheidend für die Eignung der Vergleichsunternehmen ist in erster Linie, dass sie am selben Markt tätig sind. (Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 381, nennen die Branchenzugehörigkeit als erstes Kriterium für die Auswahl von Vergleichsunternehmen.) In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur ist für die Schätzung des Betafaktors deshalb neben der Verwendung von historischen Betafaktoren konkreter Vergleichsunternehmen auch die Nutzung von „Branchenbetas“ anerkannt. (Vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, S. 324 f.) Umgekehrt scheidet die von einzelnen Antragstellern geforderte Einbeziehung zwar in derselben Region ansässiger, aber branchenfremder Unternehmen – in diesem Fall etwa von Energieversorgern – aus; dem meist zufälligen oder historisch bedingten Sitz eines Unternehmens kommt für die Bemessung seines unternehmensspezifischen Risikos im Vergleich zu seiner Branchenzugehörigkeit in der Regel keine oder jedenfalls eine zu vernachlässigende Bedeutung zu.

Zu Recht wurde die Auswahl der Peer Group Unternehmen stattdessen in erster Linie daran orientiert, welche Unternehmen von der A als Wettbewerber wahrgenommen wurden. Für die Feststellung eines Wettbewerbsverhältnisses kommt es nicht darauf an, ob die A die von ihr vertriebenen Produkte selbst herstellt; Wettbewerber, die am selben Absatzmarkt tätig sind, können ihre Produkte auf unterschiedliche Weise beziehen. Ihr künftiger Absatzserfolg wird indessen wesentlich von der Entwicklung des Absatzmarktes bestimmt; insoweit wirkt sich die im Telekommunikationsbereich beobachtete Marktsättigung (dazu oben a) bb) (1) (1.2)) durch schlechte Prognosen für die künftigen Umsatzerlöse im Ausgangspunkt in gleicher Weise auf selbst produzierende wie auch auf reine Vertriebsunternehmen aus.

(3.2.3) Zwar ist nicht auszuschließen, dass die geplante Konzentration der A auf Service und Vertrieb im Bereich Telekommunikation ihr unternehmensspezifisches Risiko im Verhältnis zum arithmetischen Mittel der Vergleichsunternehmen der Peer Group Telekommunikation etwas reduziert, da die gerichtlichen Sachverständigen festgestellt haben, dass diese Neuausrichtung des Unternehmens zur Stabilisierung der Bruttomarge beiträgt. Der aufgrund der Peer-Group-Analyse geringfügig unter dem Marktportfolio angesiedelte Betafaktor des Gesamtunternehmens der A von 0,95 erscheint bei einer Gesamtbetrachtung der Verhältnisse des Unternehmens aber dennoch plausibel.

Zu diesem Schluss führt zum Einen die trotz der geplanten Konzentration auf Service und Vertrieb im Bereich Telekommunikation in der Zukunft grundsätzlich fortbestehende Abhängigkeit der A von ihren Hauptkunden Deutsche Telekom AG und Deutsche Bahn AG. Die gerichtlichen Sachverständigen haben eine Abhängigkeit der A von der Deutsche Telekom AG im Bereich FND in Bezug auf etwa die Hälfte der Umsatzerlöse und im Bereich TAS von der Deutsche Bahn AG in Bezug auf fast zwei Drittel der Umsatzerlöse festgestellt. Zwar sind auch anderen Unternehmen des Marktportfolios Abhängigkeiten von Großkunden nicht fremd; die Abhängigkeit der A von der Investitionsbereitschaft einzelner Großkunden liegt aber wesentlich über dem Durchschnitt des Marktportfolios. Diese Abhängigkeit erhöht das unternehmensspezifische Risiko der A, da sie zur Vermeidung von wesentlichen Umsatzeinbußen auf Preisforderungen ihrer Großkunden eingehen muss und sich deren unternehmerische Risiken mittelbar über deren Investitionsplanung auch auf die A auswirken.

Zum Anderen legen die erheblichen Ertragsschwankungen der A in der Vergangenheit nahe, dass unabhängig von der geplanten strategischen Neuausrichtung ein erhöhtes unternehmensspezifisches Risiko in der Zukunft besteht. Zwar drückt ein höherer Betafaktor grundsätzlich nicht die Volatilität der finanziellen Überschüsse eines Unternehmens aus, sondern die Volatilität einer Aktie im Verhältnis zum Bezugsindex; hohe Schwankungsbreiten bei den finanziellen Überschüssen der Vergangenheit lassen aber grundsätzlich auf ein hohes Risiko schließen, dass sich die für die Zukunft geplanten finanziellen Überschüsse tatsächlich in der geplanten Höhe einstellen. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 279].) Die gerichtlichen Sachverständigen haben bei einem Vergleich der von 1996 bis 2002 nach gleichen Grundsätzen ermittelten Jahresergebnisse im Sinne des HGB festgestellt, dass die Werte in der Vergangenheit erhebliche Schwankungen aufwiesen. In den Jahren 1996, 1998, 1999 und 2002 fielen die Jahresergebnisse negativ aus, 2002 sogar im dreistelligen Millionenbereich. Zwar waren von 1996 auf 1997 bzw. von 1999 auf 2000 Besserungen festzustellen; 1997 wurde gar ein Jahresergebnis im dreistelligen Millionenbereich erreicht. Auf die positiven Ansätze folgte aber jeweils ein erneuter Einbruch in 1998 bzw. 2002. (4) Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller ist der Risikozuschlag nicht wegen der von den Minderheitsaktionären ohne den Squeeze-out grundsätzlich weiter zu beanspruchten Garantiedividende zu reduzieren. (Vgl. OLG München v. 2.4.2008 – 31 Wx 85/06, OLGReport München 2008, 446 [juris Rz. 42].) Durch den 1996 geschlossenen Beherrschungsvertrag wurde der Charakter der Aktie der A als Risikopapier, das keine feste Verzinsung des eingesetzten Kapitals verspricht, nicht geändert; (Vgl. BGH v. 13.2.2006 – II ZR 392/03, BGHZ 166, 195 [= MDR 2006, 1177 = AG 2006, 331] juris Rz. 10.) insbesondere ändert der bestehende Beherrschungsvertrag nichts daran, dass der Anleger von einer Investition in ein Unternehmen wegen der damit verbundenen Risiken grundsätzlich eine höhere Rendite erwartet, als von einer Anlage in festverzinslichen Wertpapieren. (Vgl. OLG München v. 2.4.2008 – 31 Wx 85/06, OLGReport München 2008, 446 [juris Rz. 42].)

cc) Der im K-Gutachten für die Phase II angesetzte Wachstumsabschlag von 0,5 % wurde vom LG zu Recht nicht beanstandet.

(1) Der Wachstumsabschlag dient insbesondere dazu, im hier einschlägigen Fall einer Nominalplanung die durch die Inflation bedingten Steigerungen der Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in Phase II 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. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 284]; 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.)

Entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller ist der Wachstumsabschlag nicht im Regelfall mit 1 % zu bemessen. Zwar hat der Senat in einer Reihe von Entscheidungen einen Wachstumsabschlag in dieser Höhe nicht beanstandet. (Vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 282]; OLG Stuttgart v. 22.9.2009 – 20 W 20/06, AG 2010, 42 [juris Rz. 127]; OLG Stuttgart v. 19.3.2008 – 20 W 3/06, AG 2008, 510 [juris Rz. 86]; OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 84]; OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 41]; OLG Stuttgart v. 26.10.2006 – 20 W 14/05, AG 2007, 128 = NZG 2007, 112 [juris Rz. 58].) Die Funktion des Wachstumsabschlags verbietet aber – auch in Form eines Regel-Ausnahme-Verhältnisses – seine pauschale Festsetzung; entscheidend sind die Verhältnisse des jeweiligen Bewertungsobjekts im Einzelfall.

(2) In diesem Fall entspricht der Wachstumsabschlag von 0,5 % der nicht zu beanstandenden Unternehmensplanung der A.

Der in Phase I geplante Anstieg der Ergebnisse gebietet keinen höheren Wachstumsabschlag. Entscheidend für die Bemessung des Wachstumsabschlags sind nicht die Verhältnisse in Phase I, sondern diejenigen in Phase II. Für die Phase II haben die gerichtlichen Sachverständigen indessen festgestellt, dass die im Wesentlichen durch ein IT-Outsourcing-Projekt und Einzelaufträge generierten Umsatzsteigerungen in Phase I nicht nachhaltig unterstellt werden können, weil nicht davon auszugehen ist, dass entsprechende Entwicklungen regelmäßig eintreten werden, insbesondere dass Einzelaufträge in vergleichbarer Größenordnung regelmäßig aquiriert werden können; wegen des möglichen Markteintritts weiterer Wettbewerber und der bereits eingeplanten Ausschöpfung bestehender Kostensenkungspotentiale sei eine nachhaltige Steigerung des operativen Ergebnisses in Phase II nicht zu erwarten. Insgesamt schätzten die gerichtlichen Sachverständigen die nachhaltigen Wachstumsaussichten der A im Verhältnis zum Gesamtmarkt nur unterdurchschnittlich ein.

Diese Feststellungen werden durch die bloße Mutmaßung einzelner Antragsteller, die A werde durch ihre Konzentration auf Service und Vertrieb im Telekommunikationsbereich nachhaltig in der Lage sein, Wettbewerbsdruck und Preisverfall an ihre Lieferanten weiterzureichen, nicht in Frage gestellt. Gleiches gilt für die von Antragstellerseite aufgeworfene Frage, ob die A angesichts ihrer Entwicklungstätigkeit innerhalb des A-Konzerns überhaupt einem externen Wettbewerb unterliege;

die geplanten Umsätze der A stammen nicht aus der Erbringung von konzerninternen Forschungs- und Entwicklungsdienstleistungen, sondern aus Produktions-, Service- und Vertriebstätigkeit.

Fehl geht der Einwand, dass die Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in Phase II schon wegen der erheblichen Aufwendungen des Unternehmens für Forschung und Entwicklung 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 A (dazu oben a) bb) (3) (3.1)).

(3) Schließlich lässt sich nicht einwenden, dass der unter der Inflationsrate angesetzte Wachstumsabschlag unterstelle, dass das Eigenkapital der A schon nach wenigen Jahren verloren sei. Zwar wird in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vertreten, dass das Gewinnwachstum der Unternehmen im Durchschnitt die Inflationsrate übersteige; (Vgl. dazu Knoll/Lobe/Thomas, BewertungsPraktiker Nr. 1/2009, 12 ff.) diese Auffassung kann aber jedenfalls bislang nicht als herrschende angesehen werden. (OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 289 f.]) Die gerichtlichen Sachverständigen haben im Übrigen anhand volkswirtschaftlicher Daten der Deutschen Bundesbank festgestellt, dass das langfristige Wachstum der Jahresüberschüsse deutscher Industrieunternehmen von 1971 bis 2003 mit durchschnittlich 1,4 % jährlich rund 50 % unter der langjährigen Inflationsrate der Konsumentenpreise von 3,1 % jährlich lag.

dd) Demnach setzt sich der Kapitalisierungszinssatz für Phase I aus einem Basiszinssatz von 5,5 % und einem Risikozuschlag von 4,28 % (Marktrisikoprämie 4,5 % × Betafaktor 0,95) vor Steuern zusammen, woraus sich nach Abzug der typisierten persönlichen Ertragsteuer der Anteilseigner aus der Summe von Basiszinssatz und Risikozuschlag entsprechend den Empfehlungen von IDW S1 Stand 28.6.2000 (zur Anwendung von IDW S1 Stand 28.6.2000 vgl. oben aa) (3) (3.2)) ein Nachsteuerkapitalisierungszinssatz von 6,35 % errechnet. Für die Phase II ist demgegenüber ein Wachstumsabschlag von 0,5 % zu berücksichtigen, so dass hier ein Nachsteuerkapitalisierungszinssatz von 5,85 % anzusetzen ist.

c) Der Barwert der künftigen Erträge aus dem betriebsnotwendigen Vermögen ist um die im K-Gutachten errechneten Sonderwerte zu erhöhen.

aa) Dies gilt zunächst für die auf S. 31 des Berichts der Hauptaktionärin genannten, gesondert bewerteten Beteiligungen, deren Ergebnisbeitrag nicht schon bei der Ertragswertberechnung berücksichtigt wurde. (Vgl. dazu die Übersicht im Bericht der Hauptaktionärin S. 16.)

(1) Der von einigen Antragstellern gerügte Ansatz der Buchwerte per 31.12.2002 für die Beteiligungen an der DSC, der AID und dem Gemeinschaftsunternehmen BAM weicht jedenfalls nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre vom Gebot der Verkehrswertermittlung ab.

Hinsichtlich der Beteiligung an der AID hat die Antragsgegnerin nachvollziehbar und ohne konkrete Einwendungen der Antragsteller dargelegt, dass der die Anschaffungskosten widerspiegelnde Buchwert der Beteiligung ihrem Verkehrswert zum Bewertungsstichtag am 5.6.2003 entspricht, da die Beteiligung erst zum 1.1.2002 erworben wurde, und dass der Ergebnisbeitrag der nur konzerninterne Leistungen erbringenden Gesellschaft unter dem Buchwert liegt.

Ähnlich verhält es sich mit der Beteiligung an der DSC; hier hat die Antragsgegnerin dargelegt, dass der Buchwert von 300.000 € angesichts des für 2003 erwarteten operativen Verlustes von 323.000 € der anschließend nur in geringem Ausmaß erwarteten operativen Erträge und des per 31.12.2002 nur 131.000 € betragenden Eigenkapitals der Beteiligung sowohl über dem Ergebnisbeitrag der Beteiligung als auch über ihrem Liquidationswert liegt.

Wenngleich von der Antragsgegnerin nicht ausdrücklich vorgetragen, ist entsprechendes für die Beteiligung an der BAM anzunehmen. Da das Gemeinschaftsunternehmen erst 1998 gegründet wurde und das anteilige Eigenkapital der A zum 31.12.2002 -622.000 € betrug, besteht keine Veranlassung, anzunehmen, dass die Beteiligung in der Zukunft wesentliche Ergebnisbeiträge zu erwirtschaften vermag oder ihr Liquidationswert den angesetzten Buchwert übersteigt.

(2) Im Ergebnis nicht zu beanstanden ist auch die Bewertung der Beteiligungen der A an der ECA, der IFB, der SEV und dem Gemeinschaftsunternehmen UGT nach dem Eigenkapital der Beteiligungen, das dem Anteil der A an der jeweiligen Gesellschaft zum 31.12.2002 entspricht. Hinsichtlich der ECA, der UGT und der IFB ist zu bedenken, dass die A nur eine Minderheitsbeteiligung hält; mangels unternehmerischer Beteiligung kann sie über die Unternehmensplanung dieser Gesellschaften nicht verfügen. Zwar sind reine Finanzbeteiligungen grundsätzlich ebenfalls nach ihrem Verkehrswert anzusetzen. In Bezug auf die Minderheitsbeteiligungen der A sind aber ebenso wenig wie in Bezug auf ihre einhundertprozentige Tochtergesellschaft SEV Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass die Gesellschaften entweder nennenswerte Ergebnisse erwirtschaften können oder dass in den Beteiligungen in nennenswertem Umfang stille Reserven gebildet wurden. Damit ist nicht anzunehmen, dass die Berücksichtigung des Ertrags- oder Liquidationswertes der Beteiligungen anstelle des anteiligen Eigenkapitals der A den anteiligen Unternehmenswert der A je Aktie erhöhen könnte.

bb) Die Kritik der Antragsteller an der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Immobilienvermögens dringt nicht durch.

(1) Zu Unrecht rügen einige Antragsteller, dass ihnen die Gutachten zur Bewertung der aus Sicht des Unternehmens nicht betriebsnotwendigen Grundstücke nicht vorgelegt wurden.

Nicht zu entscheiden ist, ob die Minderheitsaktionäre aus § 131 AktG einen Anspruch auf Vorlage der Bewertungsgutachten ableiten konnten. Selbst wenn ein Auskunftsanspruch der Minderheitsaktionäre verletzt worden wäre, hätte dies auf die materielle Frage der Höhe der angemessenen Abfindung grundsätzlich keine Auswirkungen.

Zu Recht hat das LG der Antragsgegnerin nicht gem. § 7 Abs. 7 SpruchG die Vorlage der Wertgutachten aufgegeben. Dahin gestellt bleiben kann, ob den Gutachten eine erhöhte Richtigkeitsgewähr zukommt, weil sie von öffentlich bestellten und beeidigten Sachverständigen erstellt wurden. Jedenfalls haben die Antragsteller keine konkreten Einwendungen gegen die ermittelten Grundstückswerte erhoben; vor diesem Hintergrund ist nicht ersichtlich, dass die Wertgutachten für die Entscheidung des Gerichts erheblich wären (zu dieser Voraussetzung des § 7 Abs. 7 SpruchG vgl. oben 1. b) cc)). Allein der Umstand, dass Grundstücke im Vergleich zu anderen Vermögensgegenständen in der Regel besonders wertvoll sind, gebietet nicht, ihre Bewertung ohne konkreten Anlass zu überprüfen. Dies gilt jedenfalls dann, wenn die Einzelbewertungen – wie hier die

Grundstückswertgutachten – der gerichtlich bestellten Prüferin vorlagen, von ihr aber nicht beanstandet wurden.

(2) Entgegen der Auffassung einzelner Antragsteller ist die Zuordnung der Grundstücke zum betriebsnotwendigen bzw. nicht betriebsnotwendigen Vermögen, die dem K-Gutachten zugrunde liegt, nicht zu beanstanden. Die Antragsteller können sich nicht darauf berufen, dass der Umfang der betrieblichen Nutzung des Betriebsgrundstücks in S. nach dem Bewertungsstichtag reduziert wurde. Maßgeblich für die Zuordnung von Vermögensgegenständen zum betriebsnotwendigen oder zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen der A sind die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag am 5.6.2003. Entwicklungen, die erst später eingetreten sind, sind nur zu berücksichtigen, soweit sie in den am Stichtag bestehenden Verhältnissen bereits angelegt waren. (BGH v. 4.3.1998 – II ZB 5/97, BGHZ 138, 136 [= AG 1998, 286] juris Rz. 11]; Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 34.) Vor diesem Hintergrund waren bei der Bemessung der Betriebsnotwendigkeit der Grundstücksflächen die am 5.6.2003 bereits angelegten Restrukturierungsmaßnahmen zu berücksichtigen, obwohl sie noch nicht umgesetzt waren.

(2.1) Den Restrukturierungsmaßnahmen, für die am 31.12.2002 bereits Rückstellungen gebildet worden waren, trägt die Unternehmensplanung indessen Rechnung (dazu oben a) bb) (5) (5.2) (5.2.1).

(2.2) Dass am 5.6.2003 bereits weitere Restrukturierungsmaßnahmen angelegt waren, ist nicht ersichtlich (dazu oben a) bb) (5) (5.2) (5.2.2)); dies gilt insbesondere für den 2006 tatsächlich durchgeführten Verkauf des Betriebsgrundstücks der A in S.. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, dass die gerichtlichen Sachverständigen sich nur mit dem Abbau von Personal, nicht aber mit der Reduzierung der betriebsnotwendigen Grundstücksflächen befasst hätten. Die Flächenreduzierung folgt der Personalreduzierung; die Antragsteller stützen ihre Auffassung zum Rückgang des Flächenbedarfs gerade auf den Personalabbau. War der spätere Personalabbau am 5.6.2003 noch nicht angelegt, war es auch der Rückgang des Flächenbedarfs nicht. Aus dem Umstand, dass erste Gedanken zur Veräußerung des Betriebsgrundstücks in S. schon im Herbst 2003 aufkamen, folgt nichts Anderes; dass eine hinreichend konkrete Planung bereits im Frühsommer 2003 bestand, kann daraus nicht geschlossen werden. Im Übrigen ist zu bedenken, dass die A die Nutzung des verkauften Betriebsgrundstücks in S. nicht vollständig aufgegeben, sondern etwa ein Drittel der Fläche zurück gemietet hat, wodurch ihr ein bei der Unternehmensplanung ursprünglich nicht berücksichtigter Aufwand entstanden ist.

cc) Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller ist dem Barwert der künftigen Erträge aus dem betriebsnotwendigen Vermögen neben den gesondert bewerteten Beteiligungen und dem Liquidationswert der nicht betriebsnotwendigen Grundstücke nicht das Cash-Pool-Guthaben der A zum 31.12.2002 als weiterer Sonderwert hinzuzurechnen.

(1) Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller ist das im Bericht der Hauptaktionärin auf S. 27 dargestellte Cash-Pool-Guthaben i.H.v. 1,197 Mrd. Euro als betriebsnotwendiges Vermögen zu behandeln.

(1.1) Betriebsnotwendig sind diejenigen Vermögens- und Schuldposten, die ein Unternehmen zur Erzielung finanzieller Überschüsse benötigt. (Vgl. BayObLG v. 28.10.2005 – 3Z BR 71/00, AG 2006, 41 [juris Rz. 42].) Allein der Umstand, dass die A knapp ein halbes Jahr vor dem Bewertungsstichtag

über ein hohes Guthaben im Cash Pool des A.-Konzerns verfügte, lässt nicht darauf schließen, dass es sich hierbei um nicht betriebsnotwendige Eigenkapitalreserven handelte, die dem Unternehmen entnommen werden konnten.(Vgl. BayObLG v. 28.10.2005 – 3Z BR 71/00, AG 2006, 41 [juris Rz. 42].)

(1.2) Jedenfalls hat die Antragsgegnerin im Einzelnen und ohne konkrete Einwendungen von Antragstellerseite dargelegt, dass das Cash-Pool-Guthaben im Wesentlichen aufgrund einer Anzahlung der Deutsche Bahn AG sowie durch Verlustausgleichszahlungen der Konzernobergesellschaft entstanden war und für die Fortführung des Unternehmens benötigt wurde. Dazu erläuterte die Antragsgegnerin nachvollziehbar, dass etwa ein Drittel des Cash-Pool-Guthabens für Restrukturierungsmaßnahmen und die Ausführung des Auftrags der Deutsche Bahn AG sowie weitere Mittel für Auszahlungen aufgrund von Pensionsverpflichtungen benötigt wurden. Für die Betriebsnotwendigkeit des danach verbleibenden Cash-Pool-Guthabens spricht zudem, dass die Eigenkapitalquote der A zum Bewertungsstichtag gemäß dem unbestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin bereits nach Unterstellung der Liquidation des nicht betriebsnotwendigen Grundvermögens nebst Ausschüttung der Erlöse an die Anteilseigner nur 20 % betrug und damit nicht als überhöht angesehen werden kann. Die Hochrechnungen der Deutschen Bundesbank für das Jahr 2003 gingen von einer durchschnittlichen Eigenkapitalquote der deutschen Unternehmen von 22 % aus.(Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2005, S. 53.)

(2) Fehl gehen in diesem Zusammenhang auch die Rügen einzelner Antragsteller in Bezug auf den Ansatz der Zinserträge des Cash-Pool-Guthabens der A.

(2.1) Die Unternehmensplanung hat eine angemessene Verzinsung des Cash-Pool-Guthabens unterstellt. Dabei ist zu bedenken, dass wegen der kurzfristigen Verfügbarkeit des Cash-Pool-Guthabens eine Orientierung an den im Vergleich zu langfristigen Anleihen grundsätzlich niedrigeren Geldmarktzinssätzen geboten war. In Phase II wurde dennoch zugunsten der Minderheitsaktionäre eine Verzinsung mit dem an langfristigen (quasi) risikofreien Wertpapieren orientierten Kapitalisierungszinssatz von 5,5 % unterstellt.

(2.2) Das in Phase I geplante negative Zinsergebnis stellt die Plausibilität der Finanzplanung der A nicht in Frage. Im Ausgangspunkt wurde – nicht zuletzt aufgrund der Verzinsung des Cash-Pool-Guthabens – für die Phase I ein erheblicher Zinsertrag (41,7 Mio. €in 2003, 33,0 Mio. €in 2004 und 28,8 Mio. €in 2005) sowie eine weitere Erhöhung des Zinsergebnisses bei der Überleitung von Phase I nach Phase II um 14,9 Mio. €angenommen. Den Erträgen aus der Verzinsung des Cash-Pool-Guthabens steht indessen ein Zinsaufwand gegenüber, der aus der nicht zu beanstandenden Berücksichtigung des Zinsanteils aus der Zuführung zu den Pensionsrückstellungen im Finanzergebnis resultiert (dazu oben a) bb) (4) (4.1) (4.1.1)).

d) Schließlich ist nicht zu beanstanden, dass weder im Bericht der Hauptaktionärin noch im Prüfungsbericht der Liquidationswert der A 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 verhaltenen Wachstumsaussichten der A nicht ersichtlich, 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; in einem solchen Fall ist die gesonderte Ermittlung des Liquidationswerts des Unternehmens nicht geboten. (Vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 301 ff.].)

e) Nach alledem ergibt sich ein – durch die Reduzierung der Kapitalisierungszinssätze ggü. den Annahmen des K-Gutachtens um 52,8 Mio. € erhöhter – Barwert der künftigen Unternehmenserträge der A zum 31.12.2002 i.H.v. 1.033,1 Mio. € Rechnet man die Sonderwerte für nicht betriebsnotwendiges Vermögen (67,0 Mio. €) bzw. Beteiligungen (21,3 Mio. €), insgesamt also 88,3 Mio. € hinzu, betrug der Unternehmenswert zum 31.12.2002 1.121,4 Mio. € Zum Bewertungsstichtag mit dem für Phase I maßgeblichen Kapitalisierungszinssatz aufgezinnt, errechnet sich daraus ein Unternehmenswert von 1.151,9 € bzw. 150 € je Aktie, was genau dem angebotenen Betrag entspricht.

3. Im Ergebnis zu Recht hat das LG festgestellt, dass den Minderheitsaktionären der A auch bei Berücksichtigung des Börsenkurses der Aktien der A keine den angebotenen Betrag von 150 € je Aktie übersteigende Abfindung zusteht.

a) Zwar darf bei der Festsetzung der angemessenen Abfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin der Börsenkurs der Aktien nicht unberücksichtigt bleiben. Er bildet – weil und soweit er dem Verkehrswert der Aktie entspricht – den Grenzpreis ab, zu dem der Aktionär bei einer freiwilligen Desinvestitionsentscheidung ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden könnte. (OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 33]; OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 95].) und stellt deshalb in der Regel – mindestens – die Untergrenze der Abfindung dar. (BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 [= AG 1999, 566 m. Anm. Vetter] juris Rz. 63) “DAT/Altana“; OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 95].) Der vom LG zutreffend ermittelte Börsenwert liegt aber unter dem angebotenen Betrag.

aa) Der insoweit maßgebliche Börsenwert bestimmt sich grundsätzlich nicht nach dem höchsten erreichten Kurs, sondern nach dem anhand von Handelsumsätzen gewichteten Durchschnittskurs einer dreimonatigen Referenzperiode. (BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [= AG 2001, 417] juris Rz. 24) “DAT/Altana“.) Diese Referenzperiode endet allerdings nicht erst mit der Hauptversammlung am 5.6.2003, die den Übertragungsbeschluss gefasst hat, sondern bereits mit der Bekanntgabe der Absicht, einen Squeeze-out durchzuführen, am 4.11.2002. Der maßgebliche Börsenkurs beträgt demnach nicht 151,16 € je Aktie, sondern 127,24 € je Aktie.

bb) Zwar haben der BGH und ihm folgend mehrere OLG entschieden, dass der Durchschnittskurs aus einer bis zum Bewertungsstichtag reichenden Referenzperiode zu ermitteln sei. (BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [= AG 2001, 417] juris Rz. 24) “DAT/Altana“; 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].) Dies führt aber zu einem Zirkelschluss, weil der Börsenkurs durch die Bekanntgabe der bevorstehenden Strukturmaßnahme und insbesondere durch die Bekanntgabe der zu erwartenden Abfindung wesentlich beeinflusst wird; nach Ankündigung einer Strukturmaßnahme spiegeln die Kurse nicht mehr die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf den künftigen Unternehmenswert wider, sondern nur noch Abfindungserwartungen. (Ausführlich dazu OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 103 ff.]; OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 45]; OLG Stuttgart v. 16.2.2007 – 20 W 6/06, AG 2007, 209 = ZIP 2007, 530 [juris Rz. 24 f.]; zustimmend OLG Düsseldorf v. 9.9.2009 – I-26 W 13/06 (AktE), AG 2010, 35 [juris Rz. 59]; Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 338 f.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 1079 ff.) Dies belegt die von der Antragsgegnerin vorgetragene, von den Antragstellern im Tatsächlichen nicht bestrittene Entwicklung von Kursen und Handelsvolumen der Aktien der A, insbesondere der sprunghafte Anstieg des Handelsvolumens nach der Bekanntgabe des Abfindungsangebots und die anschließende Stabilisierung des Kurses oberhalb dieses Angebots (dazu näher unten bb) (2) (2.2)). Die Einwendungen der Antragsteller gegen die Rechtsauffassung des Senats dringen nicht durch. (Vgl. dazu die Auseinandersetzung mit den entsprechenden Einwänden im dortigen Verfahren unter OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 117 ff.] )

b) Trotz der Abweichung der Auffassung des Senats von der Entscheidung des BGH zur Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses ist dieses Verfahren nicht gem. § 12 Abs. 2 Satz 2 SpruchG i.V.m. § 28 Abs. 2 und 3 FGG (In diesem Verfahren sind die Bestimmungen des FGG trotz dessen Aufhebung durch Art. 112 Abs. 1 FGG-Reformgesetz zum 1.9.2009 weiterhin anzuwenden, vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 128].) dem BGH zur Entscheidung vorzulegen.

aa) Entgegen der Auffassung des LG ist die Bestimmung der Referenzperiode für den Börsenkurs allerdings nicht schon deshalb für die Entscheidung unerheblich, weil der Börsenwert nur nach Abzug der Brutto-Garantiedividende i.H.v. 6,97 € zu berücksichtigen ist.

(1) Zwar haben die Minderheitsaktionäre die Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2002 unmittelbar nach der Hauptversammlung am 5.6.2003 ausbezahlt erhalten; auch wurde den Minderheitsaktionären nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses am 16.12.2003 mit dem Abfindungsbetrag von 150 € je Aktie noch die Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2003 ausbezahlt. Daraus folgt aber nicht, dass sich die Minderheitsaktionäre bei der Ermittlung des Börsenwerts die Garantiedividende abziehen lassen müssten. Aus dem Beherrschungsvertrag von 1996 kam ihnen bis zum Verlust ihrer Aktionärsstellung am 16.12.2003 ein Anspruch auf die Garantiedividende zu. Ob die Minderheitsaktionäre vor diesem Hintergrund noch die Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2003 beanspruchen konnten, ist hier nicht zu entscheiden; (Vgl. dazu Popp, Wpg 2010, 1, 4 ff.) jedenfalls stand ihnen unabhängig von ihrem Abfindungsanspruch aufgrund des Squeeze-out ein Anspruch auf die nach der Hauptversammlung am 5.6.2003 ausbezahlte Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2002 zu.

(2) Zwar hat das LG im Ausgangspunkt zutreffend festgestellt, dass die unmittelbar nach der Hauptversammlung am 5.6.2003 zu beanspruchende Garantiedividende für das Geschäftsjahr 2002 in

den Börsenkursen der Aktie der A bereits eingepreist war. Dies rechtfertigt aber nicht, die Garantiedividende bei der Ermittlung des Börsenwerts abzusetzen.

Da sich der Börsenkurs regelmäßig aufgrund der Ertragswartungen der Marktteilnehmer bildet, (Vgl. OLG Stuttgart v. 5.5.2009 – 20 W 13/08, AG 2009, 707 = ZIP 2009, 1059 [juris Rz. 218] m.w.N.) enthalten die Kurse vor einer ordentlichen Hauptversammlung stets auch die Erwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die nach der Hauptversammlung zu beziehende Dividende. Die Besonderheit in diesem Fall besteht nur darin, dass der von den Minderheitsaktionären mindestens zu beziehende Betrag durch die Garantiedividende feststand. Deswegen ist die Dividende bei der Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie anhand des Börsenkurses bei Bestehen eines Unternehmensvertrages aber nicht ausnahmsweise abzuziehen. Auch bei Gesellschaften, die keinem Beherrschungsvertrag unterliegen, ist der nach der Hauptversammlung zu beanspruchende Dividendenbetrag schon vor der Hauptversammlung absehbar; er lässt sich regelmäßig aus dem Gewinnverwendungsvorschlag des Vorstands nach § 170 Abs. 2 AktG schließen, der den Aktionären über die Bekanntmachung der Verwaltungsvorschläge zu den einzelnen Tagesordnungspunkten nach § 124 Abs. 3 Satz 1 AktG bzw. über die Informationsmöglichkeiten des § 175 Abs. 2 Satz 1, 2 und 4 AktG bereits ab der Einberufung der ordentlichen Hauptversammlung zur Kenntnis gelangt.

bb) Die Entscheidungserheblichkeit der Bestimmung der Referenzperiode für den Börsenkurs der Aktien der A entfällt auch nicht deshalb, weil die Aktienkurse in dem nach der Rechtsprechung des BGH maßgeblichen Zeitraum von drei Monaten vor dem 5.6.2003 angesichts der Marktumstände den Verkehrswert der Aktie nicht zutreffend widerspiegeln könnten.

(1) Zwar schien der gerichtlich bestellten Prüferin der Börsenkurs der Aktien der A aufgrund des geringen Free Float und ihrer geringen Marktgängigkeit nicht geeignet, für die Bestimmung der angemessenen Abfindung herangezogen zu werden. (Bericht der Hauptaktionärin S. 49.) Die Betrachtung der gerichtlich bestellten Prüferin beschränkte sich aber notwendig auf den Zeitraum vor dem 7.4.2003 und deckte damit nur gut ein Drittel der nach der Rechtsprechung des BGH maßgeblichen Referenzperiode ab. Das Handelsvolumen der Aktien der A unterschied sich allerdings vor und nach dem 7.4.2003 erheblich.

(1.1) Nach dem unbestrittenen Vortrag der Antragsgegnerin wurden die Aktien der A im Zeitraum von etwa 10 Monaten vom 4.8.2002 bis zum Bewertungsstichtag zwar nur an 43,6 % der Tage überhaupt gehandelt; bis zur Bekanntgabe der Höhe der angebotenen Abfindung am 8.4.2003 lag die Anzahl der täglich gehandelten Aktien in einer Bandbreite von 1 bis 355 Stück, was etwa 0,000013 % bis 0,004623 % des gesamten Aktienbestandes bzw. von 0,004141 % bis 1,469918 % des mit 0,31 % ohnehin nur geringen Free Float entspricht. Betrachtet man den Zeitraum zwischen der Bekanntgabe des bevorstehenden Squeeze-out am 4.11.2002 und der Bekanntgabe der angebotenen Abfindung am 8.4.2003, ergibt sich kein wesentlich anderes Bild; in diesem Zeitraum betrug das Handelsvolumen nur zwischen 4 und 355 Aktien, was etwa 0,000052 % bis 0,004623 % des gesamten Aktienbestandes bzw. 0,0016562 % bis 1,469918 % des Free Float entspricht.

(1.2) Am 8.4.2003 stieg der Tagesumsatz aber nach dem eigenen Vortrag der Antragsgegnerin auf 18.900 Aktien bzw. 0,246124 % des gesamten Aktienbestandes oder 78,26 % des Free Float an. Zudem stabilisierte sich der Kurs der Aktie – entsprechend den Feststellungen des Senats zur Prägung der Kurse durch die Abfindungserwartungen ab Bekanntgabe des Abfindungsangebots (dazu oben a)

bb)) – nach einem sprunghaften Anstieg von 130 € auf 150 € bis zum Bewertungsstichtag in einer Bandbreite von 150 € bis 161,16 €

(2) Danach lässt sich jedenfalls für den aus Sicht des BGH maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor dem 5.6.2003 nicht feststellen, dass der Börsenkurs der Aktie der A für die Bestimmung der Abfindung nicht berücksichtigt werden kann.

(2.1) Zwar ist der Börsenkurs nach der Rechtsprechung des BVerfG für die Bemessung des Verkehrswerts der Aktie dann nicht maßgeblich, wenn ungewiss ist, ob der Minderheitsaktionär seine Aktien tatsächlich zum Börsenkurs hätte verkaufen können, etwa weil längere Zeit praktisch überhaupt kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat. (BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 [= AG 1999, 566 m. Anm. Vetterjuris Rz. 67] “DAT/Altana“.) Dabei ist aber zu beachten, dass die Unbeachtlichkeit des Börsenkurses die begründungsbedürftige Ausnahme darstellt und dass sich schematisierende Betrachtungen verbieten. (BGH v. 12.3.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108 [= AG 2001, 417juris Rz. 35] “DAT/Altana“.) Dies gilt hier nicht zuletzt vor dem Hintergrund, dass bei einem Squeeze-out angesichts der Voraussetzungen des § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG der Streubesitz typischer Weise nur gering ist.

(2.2) Allein der mit 24.151 von 7.679.060 bzw. 0,31 % sehr geringe Free Float der Aktien vermag die Eignung des Börsenkurses daher nicht auszuschließen. (Der Senat hat zwar einen geringen Free Float als Anzeichen für eine Marktenge gewertet, vgl. OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 54], die Maßgeblichkeit des Börsenkurses aber nur bei Hinzutreten weiterer Umstände verneint.) Hinzu kommen müssen weitere Umstände, wie etwa das Fehlen nennenswerten Handels oder stark schwankende Kurse. (OLG Stuttgart v. 14.2.2008 – 20 W 9/06, AG 2008, 783 = ZIP 2008, 883 [juris Rz. 54 f.].) Jedenfalls während zwei Dritteln des aus Sicht des BGH maßgeblichen Referenzzeitraums von drei Monaten vor dem 5.6.2003, nämlich im Zeitraum vom 8.4.2003 bis zum 4.6.2003, scheint sich der Kurs der Aktien der A jedoch – gestützt auf die durch die Veröffentlichung des Abfindungsangebots am 8.4.2003 genährten Abfindungserwartungen – in einem gut 11 € breiten Korridor oberhalb des Angebotsbetrags von 150 € stabilisiert zu haben. Angesichts des deutlichen Anstiegs der Tagesumsätze auf bis zu 18.900 Stück, also mehr als drei Viertel des Free Float, kann für diesen Zeitraum auch nicht festgestellt werden, dass die Aktie nicht tatsächlich gehandelt wurde bzw. dass die Minderheitsaktionäre nicht in der Lage gewesen wären, ihre Aktien tatsächlich in diesem Zeitraum an der Börse zu veräußern. (OLG München v. 11.7.2006 – 31 Wx 41, 66/05, ZIP 2006, 1722 [juris Rz. 23] hat trotz eines mit 0,45 % vergleichbar geringen Free Float die Maßgeblichkeit des Börsenkurses bejaht, weil ein tatsächlicher Handel von 7,6 % des Free Float und die Feststellung von Geldkursen während eines beträchtlichen Zeitraums darauf schließen lasse, dass eine Aktienveräußerung der der Börse tatsächlich möglich war.)

cc) Auf die Bestimmung der Referenzperiode für die Ermittlung des Börsenkurses kommt es in diesem Verfahren allerdings deshalb nicht an, weil der nach Maßgabe der Rechtsprechung des BGH ermittelte Börsenwert von 151,16 € je Aktie die angebotene Abfindung von 150 € je Aktie nur geringfügig, nämlich nur um 0,77 % übersteigt.

(1) Das Gericht hat nach § 327 f. Satz 2 AktG im Spruchverfahren nur dann anstelle der vom Hauptaktionär angebotenen eine andere Barabfindung zu bestimmen, wenn die angebotene Abfindung nicht angemessen ist.

Angesichts der Unwägbarkeiten, die mit der auf zahlreiche Prognosen gestützten, durch eine Mehrzahl grundsätzlich gleich geeigneter Methoden gekennzeichneten und letztendlich auf einer Schätzung des Gerichts nach § 287 Abs. 2 ZPO beruhenden Ermittlung des Unternehmenswerts verbunden sind, kann die Feststellung eines geringfügigen Korrekturbedarfs durch das Gericht nicht dazu führen, dass der angebotene Betrag als unangemessen anzusehen wäre.

Dies gilt jedenfalls dann, wenn der vom Gericht nach fundamentalanalytischen Methoden wie dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert nur geringfügig von dem Ertragswert abweicht, welcher dem Angebot zugrunde gelegt wurde. (Vgl. OLG Celle v. 19.4.2007 – 9 W 53/06, AG 2007, 865 = ZIP 2007, 2025 [juris Rz. 35] für eine Abweichung um 3,7 % zwischen dem vom Gericht ermittelten Ertragswerts und der Ertragswertberechnung, die dem im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgesetzten Abfindungsbetrag zugrunde lag.)

Nichts anderes kann indessen gelten, wenn zwar nicht der vom Gericht ermittelte Ertragswert je Aktie, aber der von ihm aus Börsenkursen abgeleitete Verkehrswert nur geringfügig über dem angebotenen Betrag liegt. Auch der über eine Referenzperiode aus Börsenkursen abgeleitete Wert stellt nicht als solcher den exakten, allein richtigen Verkehrswert dar; vielmehr handelt es sich um einen – wenn auch aus realen Marktdaten abgeleiteten – Mittelwert, der lediglich Grundlage für den vom Gericht anhand einer Schätzung zu bestimmenden Verkehrswert ist. (Vgl. Stilz, ZGR 2001, 875, 885.)

(2) Nicht zu entscheiden ist, ob eine Unangemessenheit der angebotenen Abfindung erst ab Abweichungen in einer Größenordnung von 10 % anzunehmen ist. (So Bungert, BFH v. 13.11.2002 – I R 9/02, GmbHR 2003, 480 = FR 2003, 715 = BB 2003, 669, 701.) Jedenfalls bei einer Abweichung von weniger als 1 % lässt sich die Unangemessenheit der angebotenen Abfindung nicht feststellen.

4. Schließlich steht den Minderheitsaktionären der A auch unter dem Aspekt, dass sie durch den Squeeze-out ihren Anspruch auf den künftigen Bezug der Garantiedividende verlieren, keine den angebotenen Betrag von 150 € je Aktie übersteigende Abfindung zu.

a) Die Forderung der Antragsteller nach Berücksichtigung der Garantiedividende bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung der Minderheitsaktionäre kann jedoch nicht per se abgelehnt werden.

aa) Beschränkt sich der Schutz des außenstehenden Aktionärs, der sich gegen die Abfindung entscheidet, nach Abschluss eines Unternehmensvertrages auf die Garantiedividende gem. § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG (dazu oben 2. a) aa) (3) (3.1)), verliert er aber durch einen nachfolgenden Squeeze-out mit seiner Aktionärsstellung den Anspruch auf den Ausgleich (dazu oben 2. a) aa) (2) (2.1)), spricht einiges dafür, bei der Bestimmung der ihm nach § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG zu gewährenden angemessenen Abfindung die Garantiedividende zu berücksichtigen. (Dafür LG Frankfurt/M., Der Konzern 2006, 553 [juris Rz. 33]; KG v. 2.9.1999 – 2 W 2341/97, NZG 2003, 644 [juris Rz. 16]; Jonas in FS Kruschwitz, 105, 112; Tebben, AG 2003, 600, 606. Dagegen OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 50]; OLG München v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06, OLGReport München 2007, 45 [juris Rz. 11 und 13]; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 89; Riegger in FS Priester, 661, 674 ff.; Popp, Wpg 2010, 1, 13.) Dabei ist zu bedenken, dass sich die Bestimmung der dem Minderheitsaktionär für den Verlust seiner Beteiligung zu gewährenden vollen wirtschaftlichen Kompensation grundsätzlich an den Beträgen orientiert, die den Anteilseignern in der Zukunft zufließen, egal ob diese anhand künftig ausgeschütteter

Unternehmenserträge – wie im Fall der Ertragswertermittlung –, anhand von am Markt erzielbaren Desinvestitionserlösen – wie im Fall der Ermittlung des Verkehrswerts mithilfe von Börsenkursen – oder anhand der dem Anteilseigner künftig zufließenden Garantiedividenden bemessen wird.

bb) Die dagegen angeführten Argumente überzeugen jedenfalls hier nicht.

(1) Zwar muss die Abfindung nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft berücksichtigen, so dass Ausgangspunkt der Wertermittlung der Unternehmenswert der Gesellschaft ist. (Vgl. OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 51]; Singhof in Spindler/Stilz, AktG, § 327b Rz. 4; Hüffer, AktG, 8. Aufl. 2008, § 327b Rz. 5.) Der Ausgleichsanspruch ist aber ein vermögensrechtlicher Aspekt des Aktieneigentums des außenstehenden Aktionärs. (Jonas in FS Kruschwitz, 105, 112.) Dass er nicht zum Aktivvermögen der Gesellschaft gehört, (Vgl. OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 52]; Riegger in FS Priester, 661, 669 f.) schließt seine Berücksichtigung bei der Bemessung der Abfindung nicht aus; auch der anerkanntermaßen zu berücksichtigende Börsenwert (Vgl. BVerfG v. 27.4.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 [= AG 1999, 566 m. Anm. Vetter] juris Rz. 62 f.) „DAT/Altana“.) ist nicht Bestandteil des Aktivvermögens des Unternehmens. Dass bei der Ermittlung des Ausgleichsanspruchs anders als bei der Ermittlung der Abfindung das nicht betriebsnotwendige Vermögen des Unternehmens nach überwiegender Auffassung (Vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 327]; OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 55] m.w.N. zum Meinungsstand.) grundsätzlich nicht berücksichtigt wird, steht jedenfalls der Berücksichtigung des Ausgleichsanspruchs zugunsten der Minderheitsaktionäre nicht entgegen. (So allerdings OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 55]; OLG München v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06, OLGReport München 2007, 45 [juris Rz. 12]; Riegger in FS Priester, 661, 668; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 88.)

(2) Demgegenüber kann nicht auf die bewusste Entscheidung der außenstehenden Aktionäre bei Zustandekommen des Unternehmensvertrages verwiesen werden. Zwar müssen die außenstehenden Aktionäre, die sich nach Zustandekommen des Beherrschungsvertrages 1996 gegen die Abfindung und für den Ausgleich entschieden haben, als Kehrseite der Chance, von einer Verbesserung der Verhältnisse der A zu profitieren, das Risiko einer Verschlechterung der Verhältnisse der Gesellschaft hinnehmen. (Vgl. Popp, Wpg 2010, 1, 13; ähnlich OLG München v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06, OLGReport München 2007, 45 [juris Rz. 13] und Riegger in FS Priester, 661, 675 f.) Durch die Entscheidung für dieses Risiko haben die außenstehenden Aktionäre aber nicht zugleich das Risiko in Kauf genommen, infolge eines nachfolgenden Squeeze-out ihren Anspruch auf den Ausgleich zu verlieren.

(3) Schließlich greift die Berufung auf das Stichtagsprinzip jedenfalls bei in der hier gegebenen Sachlage nicht durch. (Hierauf berufen sich OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 53]; OLG München v. 26.10.2006 – 31 Wx 12/06, OLGReport München 2007, 45 [juris Rz. 12]; Riegger in FS Priester, 661, 667; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rz. 87; Popp, Wpg 2010, 1, 13.)

(3.1) Zwar sind für die Höhe der Abfindung im Rahmen des Squeeze-out nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 5.6.2003 maßgeblich, welche den Übertragungsbeschluss gefasst hat, und nicht diejenigen zum Zeitpunkt des Zustandekommens des vorangegangenen Unternehmensvertrages. (Zum Bewertungsstichtag im Rahmen des § 304 AktG vgl.

Hüffer, 8. Aufl. 2008, § 304 AktG Rz. 10; Veil in Spindler/Stilz, AktG, § 304 Rz. 51.) Am 5.6.2003 hatten die Minderheitsaktionäre aber eine hinreichend gesicherte Erwartung, zumindest bis auf weiteres die jährliche Garantiedividende zu erhalten; dass diese Garantiedividende auf der Basis einer Unternehmensbewertung aus dem Jahr 1996 errechnet wurde, spielt keine Rolle.

(3.2) Zwar ist einzuräumen, dass die Minderheitsaktionäre nicht darauf vertrauen durften, ihr Ausgleichsanspruch werde dauerhaft bestehen, weil Unternehmensverträge auch gegen den Willen der außenstehenden Aktionäre beendet werden können.(Vgl. Riegger in FS Priester, 661, 674 f.) Konkrete Anhaltspunkte für eine solche Beendigung gab es aber zum 5.6.2003 in diesem Verfahren nicht.(Insoweit unterscheidet sich das hiesige Verfahren von OLG Düsseldorf, I-26 W 1/08 (AktE) [juris Rz. 6], wo das herrschende Unternehmen den Unternehmensvertrag kraft vertraglicher Vereinbarung jeweils zum Ablauf von fünf Jahren kündigen konnte.) Zu überlegen ist lediglich, wie dem Umstand Rechnung zu tragen ist, dass den außenstehenden Aktionären bereits am 5.6.2003 bewusst sein musste, dass auch der Beherrschungsvertrag nur ein Vertrag ist und Verträge nicht ewig laufen.(Vgl. Jonas in FS Kruschwitz, 105, 117.) Dieser Umstand steht einer Berücksichtigung des Barwerts der Garantiedividende indessen nicht per se entgegen, da künftige Zuflüsse in einem zeitlich begrenzten Zeitraum ebenso wie in einem unbegrenzten Zeitraum diskontiert werden können. Er begründet lediglich das tatsächliche Problem, im Einzelfall zu prognostizieren, welche Laufzeit des Vertrages die außenstehenden Aktionäre im Bewertungsstichtag erwarten durften.(Vgl. zu dieser Schwierigkeit Jonas in FS Kruschwitz, 105, 117 f.)

b) Auf die Frage, ob die angemessene Abfindung zumindest den Barwert der Garantiedividende erreichen muss und wie dieser vor dem Hintergrund der Möglichkeit der Beendigung des zugrunde liegenden Unternehmensvertrages zu berechnen ist, kann es in diesem Verfahren allerdings im Ergebnis offen bleiben, da der Barwert der Garantiedividende aus dem Beherrschungsvertrag von 1996 selbst unter Zugrundelegung einer unbegrenzten Laufzeit unter dem angebotenen Betrag von 150 €je Aktie liegt.

aa) Diskontiert man die in den kommenden Jahren zu erwartenden Ausgleichszahlungen, ist als Ausgangswert der Nettobetrag einzusetzen, welcher der Garantiedividende korrespondiert. Da es sich bei dem festen Ausgleich nach § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG um einen Bruttowert handelt,(Vgl. OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris Rz. 313].) ist die Garantiedividende in einen Nettowert umzurechnen, wenn man zu einem Wert zu gelangen will, der dem im Ertragswertverfahren ermittelten Barwert der künftigen Erträge des Unternehmens vergleichbar ist. Zwischen den Verfahrensbeteiligten ist deshalb unstreitig, dass die Bruttogarantiedividende von 6,97 €zum Zweck der Barwertberechnung in einen Nettowert von 5,75 €umzurechnen ist.

bb) Dahinstehen kann hier, wie lange die außenstehenden Aktionäre die Zahlung der Garantiedividende erwarten dürfen. Selbst wenn man zugunsten der Minderheitsaktionäre unterstellen würde, der feste Ausgleich würde ohne den Squeeze-out auf Dauer gezahlt werden, ergäbe sich entgegen den Berechnungen einzelner Antragsteller in diesem Fall kein 150 €je Aktie übersteigender Barwert.

(1) Der feste Ausgleich ist zur Ermittlung des Barwerts der Garantiedividende zwar nicht mit den vollen Kapitalisierungszinssätzen zu diskontieren, die zur Ermittlung des Barwerts der künftigen Erträge des Unternehmens der A anzusetzen sind (dazu oben 2. b)). Wird der Barwert des festen

Ausgleichs berechnet, muss für die anzuwendenden Zinssätze aber dasselbe gelten, wie für die Errechnung des festen Ausgleichs durch Verrentung des Barwerts der künftigen Erträge des Unternehmens.(Vgl. Jonas in FS Kruschwitz, 105, 113. Entgegen dem dortigen Vorschlag kann hier aber nicht auf den zur Ermittlung des festen Ausgleichs im Zuge des Abschlusses des Beherrschungsvertrages verwendeten Zinssatz zurückgegriffen werden, da die maßgeblichen Bewertungsstichtage nicht eng aufeinander folgen, sondern erheblich auseinanderfallen.) Dazu ist nicht der volle Kapitalisierungszinssatz, sondern ein darunter liegender Mischsatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustiertem Zinssatz zu verwenden, um der unterschiedlichen Risikostruktur von Ausgleich und Dividende Rechnung zu tragen.(Dazu ausführlich OLG Stuttgart v. 18.12.2009 – 20 W 2/08, ZIP 2010, 274 [juris 320 ff.] m.w.N..) Der Mischzinssatz liegt zwar über dem Zinssatz für (quasi) risikofreie Anlagen, aber unter der Verzinsung einer unternehmerischen Investition; er entspricht in etwa dem Niveau einer Industrielanleihe.(Vgl. Maul, DB 2002, 1423, 1425.) Damit berücksichtigt er, dass der feste Ausgleich zwar mit Beendigung des Unternehmensvertrages entfallen und der außenstehende Aktionär anschließend auf die Erwirtschaftung seiner Dividende aus einem in seinem Wert geminderten Unternehmen verwiesen werden kann, bis zur Beendigung des Unternehmensvertrages aber jährlich ein Anspruch auf einen festen Betrag besteht.

(2) Verwendet man dementsprechend für die Phasen I und II jeweils den Mittelwert zwischen dem Basiszinssatz (dazu oben 2. b aa)) nach Steuern und dem vollen Nachsteuerkapitalisierungszinssatz (dazu oben 2. b dd)), errechnet sich ein Barwert der zugunsten der Minderheitsaktionäre dauerhaft angenommenen Garantiedividende i.H.v. 127 €je Aktie. Dahin gestellt bleiben kann vor diesem Hintergrund, ob entsprechend der Auffassung der Antragsgegnerin bei der Ermittlung des Barwerts der Garantiedividende anders als bei der Berechnung des Barwerts der künftigen Erträge des Unternehmens und der Ableitung des festen Ausgleichs hieraus nicht mit Nachsteuerzinssätzen, sondern mit höheren Vorsteuerzinssätzen zu rechnen ist.

III.1. Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung war nicht geboten.

Nach § 8 Abs. 1 Satz 1 SpruchG ist zwar im Regelfall, aber nicht zwingend eine mündliche Verhandlung durchzuführen. Durch den Verzicht auf eine völlige Freistellung der mündlichen Verhandlung wollte der Gesetzgeber lediglich eine Beeinträchtigung des Rechts auf rechtliches Gehör durch Beschränkungen des Rechts der Verfahrensbeteiligten vermeiden, dem Sachverständigen Fragen zu stellen.(Vgl. die Bezugnahme auf BVerfG NJW 1998, 2273 in BT-Drucks. 15/371, 15; OLG Stuttgart, AG 2010, 42 [juris Rz. 158].)

Eine solche Beeinträchtigung ist hier indessen nicht zu befürchten. Zwar wurden in erster Instanz gerichtliche Sachverständige bestellt. Die Beteiligten hatten in der mündlichen Verhandlung vor dem LG am 15.10.2007 aber hinreichend Gelegenheit, den Sachverständigen Fragen zu stellen. Die Beschwerdebegründungen lassen nicht erkennen, dass weitere Fragen an die Sachverständigen bestünden; die Beschwerdeführer verlangen stattdessen eine völlige Neubewertung des Unternehmens. Der Senat hat auf seine Absicht, ohne mündliche Verhandlung zu entscheiden, durch Verfügung vom 17.2.2010 hingewiesen.

2. Angesichts der Zurückweisung der Beschwerden ist der Geschäftswert entsprechend § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG auf 200.000 €festzusetzen.

Die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens sind entsprechend § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG der Antragsgegnerin zu belassen. Die sofortigen Beschwerden sind zwar unbegründet, es erscheint aber nicht billig, denjenigen Antragstellern, die sofortige Beschwerden eingelegt haben, anteilig die Gerichtskosten aufzuerlegen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Beschwerdeführer durch die Antragsgegnerin aus Billigkeitsgründen gem. § 15 Abs. 4 SpruchG ist vor dem Hintergrund der Zurückweisung der sofortigen Beschwerden nicht veranlasst.

Stilz, PräsOLG

Kittel, RiOLG

Dr. Schwörer, RiOLG