

**I-26 W 10/22 [AktE]**

31 O 27/17 [AktE]

LG Düsseldorf



**OBERLANDESGERICHT DÜSSELDORF**  
**BESCHLUSS**

In dem Spruchverfahren  
zur Bestimmung der angemessenen Barabfindung  
für die durch Squeeze-out (§§ 327a, 327b AktG) auf die

übertragenen Aktien der Minderheitsaktionäre der  
**KÖLN-DÜSSELDORFER Deutsche Rheinschiffahrt AG,**

an dem noch beteiligt sind:

g e g e n

Antrags- und **Beschwerdegegnerin**,

weiter beteiligt:

**als gemeinsamer Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre,**

hat der 26. Zivilsenat des Oberlandesgerichts Düsseldorf durch die Vorsitzende Richterin  
am Oberlandesgericht und die Richterinnen am Oberlandesgericht

am 19. September 2024

b e s c h l o s s e n :

Die Beschwerden der Antragsteller zu 1), 3), 10) bis 16) und 41) vom 29.05.2022, zu 8) vom 31.05.2022, zu 55) und 56) vom 10.06.2022, zu 59) und 60) vom 27.06.2022 und zu 21) und 22) vom 17.08.2022 gegen den Beschluss der 1. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Düsseldorf vom 17.03.2022 - 31 O 27/17 (AktE) - in Verbindung mit dem Nichtabhilfebeschluss vom 08.12.2022 werden zurückgewiesen.

Die Kosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters trägt die Antragsgegnerin.  
Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.

Der Geschäftswert wird für die Beschwerdeinstanz auf 200.000 € festgesetzt.

### **Gründe:**

#### **I.**

Das Spruchverfahren betrifft die in der Hauptversammlung der KÖLN-DÜSSELDORFER Deutsche Rheinschiffahrt AG („KD AG“) vom 20.04.2017 beschlossene Übertragung der Aktien von Minderheitsaktionären auf die Hauptaktionärin  
gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von **9,70 €**.

Die Antragsteller waren Minderheitsaktionäre der KD AG, deren Grundkapital 4.587.464,15 € betrug und in 1.794.460 auf den Inhaber lautende Stückaktien ohne Nennbetrag eingeteilt war. Die Aktien wurden im regulierten Markt an der Düsseldorfer Börse unter der International Securities Identification Number (ISIN) DE0008286006 sowie unter der Wertpapier-Kennnummer (WKN) 828600 gehandelt und waren außerdem im Freiverkehr der Börsen Berlin, Frankfurt und Hamburg notiert.

Die KD AG, die älteste, durchgängig börsennotierte Aktiengesellschaft der Welt, bildete als Muttergesellschaft zusammen mit ihren 100-prozentigen Tochtergesellschaften - der Ende 2008 gegründeten KD Europe S.à.r.l. mit Sitz in Wasserbillig, Luxemburg („KD Europe“), und der Ende 2006 gegründeten KD Cruise Services Ltd. mit Sitz in Limassol, Zypern („KD Cruise“) - einen Konzern („KD Konzern“), der auf die Erbringung von Freizeit- und Erlebnisdienstleistungen fokussiert war. Satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens war zum maßgeblichen Stichtag der Betrieb der Schifffahrt auf dem Rhein und sonstigen Binnengewässern, die Bereederung von Fluss- und Hochseekreuzfahrtschiffen, das Führen von Gastronomiebetrieben und die Durchführung von Veranstaltungen auch an Land sowie alle mit diesen Tätigkeiten wirtschaftlich zusammenhängenden Leistungen.

Innerhalb des Konzerns übernahm die KD AG neben ihrer Funktion als Holdinggesellschaft auch die Aufgabe von Marketing und Vertrieb aller Tagesausflüge auf Rhein, Main und Mosel. Die geschäftlichen Aktivitäten des Konzerns waren auf die Segmente Tagesausflugsschifffahrt und Bereederungs-Service konzentriert.

Im Segment Tagesausflugsschiffahrt wurden Linien-, Panorama-, Ereignis- sowie Charterfahrten - die Aushängeschilder der KD AG - angeboten und durchgeführt. Mit ihm wurden mit neun eigenen und drei gemieteten Schiffen rd. 90 % der Umsätze erzielt. Die neun konzerneigenen Schiffe wurden im Rahmen von Zeitcharterverträgen von der KD Europe an die KD AG verchartert, wobei die Beförderungsleistung durch die KD AG erbracht wurde und die KD Europe für den operativen Einsatz der Tagesausflugsschiffe und deren gastronomischen Betrieb zuständig war. Das Fahrgebiet für Linienfahrten umfasste auf dem Rhein die rd. 150 km lange Strecke von Köln bis Mainz und auf der Mosel die rd. 50 km lange Strecke von Koblenz bis Cochem; Panoramafahrten wurden in Köln, Düsseldorf und Frankfurt am Main angeboten. In der Hauptsaison wurden rd. 100 solcher Fahrten angeboten. Ereignisfahrten umfassten Tagesausflugsschiffahrten speziell für Kinder, Fahrten mit gastronomischem Rahmenprogramm, Party- und Abendfahrten sowie kulturelle Veranstaltungen. Für Firmen, Veranstalter und Privatpersonen wurden bis zu 450 Charterfahrten im Jahr etwa für Produktpräsentationen oder Hochzeiten durchgeführt, bei denen der Kunde den Kurs des gecharterten Schiffs festlegt. Daneben wurden - jährlich über 100 - Ereignisfahrten wie beispielsweise Dinnerfahrten mit Spitzenköchen, All-Inclusive-Abendfahrten, Partyfahrten, Lesungen, Shows oder musikalische Veranstaltungen, aber auch Business Events angeboten. Das Angebot im Eventbereich hatte die Gesellschaft in den vergangenen Jahren stetig ausgebaut. Diesem Zweck dienten auch die beiden zuletzt angeschafften Schiffe MS RheinEnergie und MS RheinFantasie, die über eine professionelle Bühne mit Lichtanlage und eine für Veranstaltung ausgerichtete Beschallungsanlage verfügen und an Bord Platz für bis zu 1.650 Passagiere haben. Die sich an Bord befindlichen Küchen können je nach Bedarf der Veranstaltung ein breites Gastronomieangebot bieten. Schließlich vermietete der KD Konzern im Segment Tagesausflugsschiffahrt Hafenumflächen und -infrastruktur sowie Landungsbrücken und stellte Schiffe im Rahmen strategischer Partnerschaften für Werbezwecke zur Verfügung.

Das Segment Bereederungs-Service beinhaltete die technische und nautische Bereederung von Flusskreuzfahrtschiffen durch die KD Cruise in Limassol auf Zypern, die ausschließlich für die beiden Kunden Premicon-Gruppe und Scenic-Gruppe erbracht wurde. Die Anzahl der im Jahr 2015 durch die KD Cruise bereeederten Schiffe betrug 33. Mit dem Bereederungs-Service wurde rd. 10 % des jährlichen Konzernumsatzes erwirtschaftet.

Die Rechtsvorgängerin der Antragsgegnerin, die am 22.08.2016 gegründete und am 27.08.2020 auf diese verschmolzene deren Geschäftstätigkeit auf das Halten und Verwalten ihrer Beteiligung an der KD AG beschränkt war, hatte durch Aktienkauf- und Übertragungsvertrag vom 21.09.2016 die von ihr seitdem als Hauptaktionärin gehaltenen 1.746.435 KD-Aktien erworben (entsprechend 97,32 % des Grundkapitals und der Stimmrechte).

Am 20.04.2017 beschloss die Hauptversammlung der KD AG den Squeeze-out mit einer Barabfindung auf der Grundlage des Börsenkurses von **9,70 €/Aktie** im Drei-Monatszeitraum vor der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens am 17.10.2016, nachdem die Bewertungsgutachterin (im Folgenden: Bewertungsgutachterin) und die sachverständige Prüferin auf der Grundlage der Ertragswertmethode einen Unternehmenswert von rd. 6.298 T€ und daraus resultierend den Wert je Stückaktie mit lediglich **3,51 €** ermittelt hatten.

Die nach dem Bewertungsstichtag zu erwartenden Nettoausschüttungen hat die Bewertungsgutachterin - wie auch die sachverständige Prüferin - ausgehend von den Planungsrechnungen der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2017 bis 2021 abgeleitet und mit einem Kapitalisierungszinssatz diskontiert. Die Planungsrechnungen sind zunächst auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 gemäß den Jahresabschlüssen sowie der Segmentberichterstattung untersucht und anhand der von der Gesellschaft zur Verfügung gestellten Unterlagen, erteilten Auskünften sowie unter Heranziehung externer Branchen- und Marktdaten plausibilisiert worden. In Abstimmung mit dem Vorstand wurde die Planungsrechnung, die die Jahre 2017 bis 2021 umfasste, durch die Bewertungsgutachterin um eine einjährige Konvergenzphase verlängert und daran anknüpfend um ein nachhaltiges Ergebnis ergänzt. Für die Konvergenzphase und die Phase der ewigen Rente wurde eine Ausschüttungsquote von 50 % unterstellt.

Zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes wurde ein gerundeter Basiszinssatz von 1,25 % - entsprechend 0,92 % n.St. -, eine Nachsteuer-Marktrisikoprämie von 5,5 % und ein periodenspezifisch in Anlehnung an die Kapitalstruktur sich verändernder, anhand einer Peer Group ermittelter Betafaktor von 0,75 verwendet. Danach ergaben sich Kapitalisierungszinssätze für die Planjahre 2017 bis 2022 zwischen rd. 5,67 % und rd. 6,38 %.

Für die Phase der ewigen Rente wurde ein langfristig erzielbares Wachstum der Nettoausschüttungen von 0,75 % angenommen, so dass sich ab dem Geschäftsjahr 2023 ein Kapitalisierungszinssatz von rd. 5,31 % errechnete.

Die sachverständige Prüferin bestätigte die Angemessenheit der Barabfindung mit Testat vom 09.03.2017. Sie hat u.a. eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors anhand einer möglichen Peer Group auf Basis der Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg durchgeführt. Sie ermittelte Bandbreiten zwischen 0,77 und 0,83. Im Ergebnis hat sie keinen Anlass gesehen, den von der Bewertungsprüferin mit 0,7 angesetzten Betafaktor zu beanstanden.

Die Antragsteller haben gemeint, die Barabfindung sei zu erhöhen, denn der von der Antragsgegnerin in Ansatz gebrachte Unternehmenswert sei zu gering. Es hätte der Rekonstruktionswert ermittelt oder eine Bewertung nach dem Net Asset Value-Verfahren erfolgen müssen. Hinsichtlich des Börsenkurses sei nur auf den regulierten Markt - ohne die Transaktionen des Freiverkehrs - und auf einen späteren Referenzzeitraum, dem vor dem 20.12.2016 als dem Datum der Veröffentlichung des eigentlichen Squeeze-out-Verlangens abzustellen. Auch seien Vorerwerbspreise zu berücksichtigen. Bei der zugrunde gelegten Planung handle es sich um eine anlassbezogene Zukunftsplanung, die vom Hauptaktionär beeinflusst und zu seinen Gunsten erfolgt sei. Des Weiteren verfügten die Planungsrechnungen nicht über die erforderliche Zuverlässigkeit und seien Synergien aus dem Verbund mit der Hauptaktionärin nicht berücksichtigt. Auch die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes seien fehlerhaft ermittelt worden, Basiszins, Marktrisikoprämie und Betafaktor seien zu hoch, der Wachstumsabschlag zu niedrig.

Die Antragsteller haben um Festsetzung einer angemessenen Barabfindung gebeten.

Die Antragsgegnerin hat gemeint, der - auch unter Berücksichtigung des Handels im Freiverkehr in Ansatz gebrachte - Börsenkurs sei zugunsten der ausgeschiedenen Aktionäre angewandt worden. Soweit es den weit darunter liegenden Ertragswert angehe, seien die Bewertungsrügen unbegründet und der Unternehmenswert sowohl bezüglich der Planungsrechnung als auch bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes sach- und fachgerecht ermittelt worden.

Der gemeinsame Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre hat sich den Ausführungen der Antragsteller im Wesentlichen angeschlossen.

Das Landgericht hat die sachverständige Prüferin gemäß Beschluss vom 22.03.2019 zu den Einwendungen schriftlich angehört; diese hat unter dem 16.10.2019 eine schriftliche Stellungnahme abgegeben.

Durch den angegriffenen Beschluss hat das Landgericht die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Abfindung zurückgewiesen und zur Begründung ausgeführt, der festgesetzte Betrag von 9,70 €/Aktie sei auf der Grundlage des Börsenkurses angemessen. Maßgeblich sei der umsatzgewichtete Durchschnittsbörsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der ersten Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als Untergrenze der Barabfindung, wobei nicht nur der Börsenkurs im regulierten Markt, sondern auch im Marktsegment des Freiverkehrs einzubeziehen sei. Für eine Hochrechnung des ermittelten Durchschnittskurses bestehe angesichts des zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung verstrichenen Zeitraums von sechs Monaten und drei Tagen kein Anlass. Der unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert liege mit einem Anteil von 3,51 €/Aktie deutlich unter dem Durchschnittsbörsenkurs. Die dagegen gerichteten Einwendungen der Antragsteller führten nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung über den festgesetzten Betrag von 9,70 € je Stückaktie. So seien unrealistische Annahmen der Planungsrechnung angesichts der von der Bewertungsprüferin vorgenommenen nachvollziehbaren und umfassenden Planungsplausibilisierung nicht erkennbar. Die in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie iHv 5,5 % sei ebenso wenig wie der von der Bewertungsprüferin angenommene Wachstumsabschlag iHv 0,75 % zu beanstanden.

Hiergegen richten sich die Beschwerden verschiedener Antragsteller. Sie machen unter Wiederholung und Vertiefung ihres erstinstanzlichen Vorbringens geltend: Der Börsenkurs sei als Wertuntergrenze nicht korrekt angesetzt worden, denn es hätte nur der – um 17 ct. höhere - Durchschnittskurs im regulierten Handel mit 9,87 € und nicht auch Kurse aus dem Freiverkehr berücksichtigt werden dürfen. Angesichts des langen Zeitraums von mehr als sechs Monaten zwischen der Bekanntmachung der Absicht, einen Squeeze-out durchführen zu wollen, und dem Tag der Hauptversammlung hätte er entsprechend der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs überdies hochgerechnet werden müssen, so

dass ein um 14,5 % höherer Wert - mit einer Abfindung von 11,30 €/Aktie- in Ansatz zu bringen sei. Da der Börsenkurs überdies nur eine Bewertungsuntergrenze darstellen könne, sei ein gegebenenfalls nach dem Ertragswertverfahren höherer Wert zu ermitteln, der mindestens bei 11 €/Aktie liege. Planzahlen und Parameter des Ursprungsgutachtens seien - wie schon erstinstanzlich gerügt - in mehrfacher Hinsicht unplausibel bzw. beruhten auf unrealistischen Annahmen, was sich schon allein aus der gravierenden Differenz zwischen Plan- und Ist-Zahlen ergebe. Insbesondere in der Phase der ewigen Rente sei eine im Verhältnis zu den Unternehmen der Peer Group deutlich zu niedrige EBIT-Marge geplant worden; die viel zu niedrigen und stark schwankenden EBITs und Jahresüberschüsse sprächen dafür, dass auch 2023 ein eingeschwungener Zustand noch nicht erreicht sei. Das Landgericht hätte daher eine Unternehmensbewertung durch einen Sachverständigen in Auftrag geben müssen. Der Wachstumsabschlag sei insbesondere mit Blick darauf, dass die KD AG Marktführer für Vergnügungs- und Linienfahrten auf den Flüssen Rhein, Main und Mosel sei, ersichtlich zu niedrig, denn auch zukünftig sei nicht mit sinkenden Ertragsaussichten, sondern mit nachhaltig auskömmlichen Margen zu rechnen. Betafaktor und Marktrisiko prämie seien überhöht.

Die Beschwerdeführer beantragen sinngemäß,

den Beschluss des Landgerichts Düsseldorf vom 17.03.2022 abzuändern und eine angemessene Barabfindung festzusetzen,

Die Antragsgegnerin bittet um Zurückweisung der Beschwerde. Sie verteidigt die angegriffene Entscheidung unter Wiederholung und Vertiefung ihrer Gründe.

Der gemeinsame Vertreter hat eine Stellungnahme nicht abgegeben.

Den sofortigen Beschwerden hat das Landgericht nicht abgeholfen und die Sache dem Senat zur Entscheidung vorgelegt. Es könne dahinstehen, ob die Einwendungen im Ergebnis zu einem höheren Ertragswert führen würden, weil sich der Verkehrswert der Aktie nach einer in der Rechtsprechung im Vordringen befindlichen Auffassung, der sich die Kammer anschliesse, ausschließlich auf der Grundlage des Börsenkurses zu ermitteln sei, so dass es einer Ermittlung des Ertragswerts nicht bedürfe.



Wegen des weiteren Sach- und Streitstands wird auf die gewechselten Schriftsätze und Anlagen Bezug genommen.

## II.

Die zulässigen Beschwerden haben in der Sache keinen Erfolg. Das Landgericht hat die auf Erhöhung der Barabfindung gerichteten Anträge der Antragsteller im Ergebnis zu Recht zurückgewiesen, denn die mit 9,70 €/Aktie festgesetzte Barabfindung ist nicht unangemessen.

Die Beschwerden sind zulässig, insbesondere sind sie form- und fristgerecht eingelegt. Auch wird der gem. § 17 Abs. 1 SpruchG, § 61 Abs. 1 FamFG erforderliche Beschwerdewert von mehr als 600 € erreicht. Da sich die Beschwerden der beschwerdeführenden Antragsteller gegen dieselbe Entscheidung richten und dasselbe Rechtsschutzziel verfolgen, ist ihre Beschwerdewert zusammenzurechnen (BGH, Beschl. v. 18.09.2018 - II ZB 15/17, BGHZ 219, 348 Rn. 24). Allein die Antragsteller zu 10) bis 16) haben bereits im erstinstanzlichen Verfahren vorgetragen und belegt, dass sie mehr als 300 Aktien der KD AG gehalten haben. Schon unter Berücksichtigung dieser Aktien und des Umstands, dass sie eine Erhöhung der Kompensationsleistung auf über 14 € je Aktie verlangt haben, wird der Wert von 600 € überschritten.

In der Sache selbst haben die Beschwerden indessen im Ergebnis keinen Erfolg. Weder lässt sich für den maßgeblichen Referenzzeitraum ein über der festgesetzten Barabfindung iHv 9,70 €/Aktie liegender Börsenkurs als jedenfalls verfassungsrechtlich zu berücksichtigende Untergrenze der zu leistenden Barabfindung feststellen noch ein höherer Ertragswert, als ihn die Bewertungsgutachterin ermittelt und die sachverständige Prüferin bestätigt hat. Der Senat schätzt den Ertragswert auf der Grundlage der Wertermittlung der Bewertungsgutachterin und des von der sachverständigen Prüferin erstinstanzlich näher erläuterten Prüfberichts auf rd. 6.298 T€, so dass der anteilige Unternehmenswert bei 3,51 €/Aktie und damit deutlich unter der festgesetzten Barabfindung von 9,70 €/Aktie liegt.

1. Eine Abfindung ist mit Blick auf Art. 14 GG nur dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, sie also dem „wirklichen“ oder „wahren“ Wert

seiner Beteiligung entspricht (BVerfG, Beschl. v. 24.05.2012 – 1 BvR 3221/10, BVerfGK 19, 415 „Umwandlungsgesetz Umtauschverhältnis, Unternehmensbewertung“; v. 16.05.2012 – 1 BvR 96/09, BVerfGK 19, 388 Rn. 18 „übernahmerechtliches Squeeze out“; v. 26.04.2011– 1 BvR 2658/10, BVerfGK 18, 395 Rn. 21 „Aktiengesellschaftverschmelzung“; v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 305 – „Aktiengesellschaft“; BGH, Beschl. v. 21.02.2023 – II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 Rn. 19; v. 12.03.2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108, 115). Das setzt voraus, dass der "wahre" Wert der Unternehmensbeteiligung an dem arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen Reserven und des inneren Geschäftswerts bestimmt wird (BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999, aaO), wobei sicherzustellen ist, dass die Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Maßnahme erhalten hätten (vgl. BVerfG, Beschl. v. 26.04.2011, aaO). Die Bestimmung des Werts erfolgt im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2, 1 ZPO (BGH, Beschl. v. 15.09.2020 - II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 Rn. 20 „Wella III“; v. 12.03.2001 - II ZB 15/00, BGHZ 147, 108, 116). Bewertungsobjekt ist die Unternehmensbeteiligung des Aktionärs und nicht das Unternehmen, wobei weder das Verfassungsrecht noch das einfache Recht eine Bewertungsmethode vorgeben (BVerfG, Beschl. v. 24.05.2012, aaO Rn. 29; v. 16.05.2012, aaO; v. 26.04.2011, aaO Rn. 23; v. 27.04.1999, aaO). Bewertungsmethoden sind keine Rechtsnormen und ähneln ihnen nicht, so dass das Gericht hieran nicht gebunden ist. Erst recht gilt dies für von der Wirtschaftswissenschaft oder der Wirtschaftsprüferpraxis entwickelte Berechnungsweisen, selbst wenn sie als "Bewertungsstandards", wie die Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB) oder der IDW Standard, schriftlich festgehalten sind (BGH, Beschl. v. 29.09.2015 - II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 Rn. 13, 45). Eine marktorientierte Bewertung einer Unternehmensbeteiligung auf Grundlage des Börsenkurses des Unternehmens steht, genauso wie die Schätzung auf Grundlage der Ertragswertmethode, des Discounted-Cash-flow-Verfahrens (BGH, Beschl. v. 29.09.2015 - II ZB 23/14, aaO Rn. 33) und ausnahmsweise des Liquidationswerts (BGH, Urt. v.13.03.2006 - II ZR 295/04, ZIP 2006, 851 Rn. 13), als Methode mit Art. 14 GG in Einklang (BVerfG, Beschl. v. 26.04.2011, aaO Rn. 24 f.; BGH, Beschl. v. 15.09.2020, aaO; v. 12.01.2016 - II ZB 25/14, BGHZ 208, 265 Rn. 23). Eine Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den "wahren" Wert abzubilden (BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999, aaO; BGH, Beschl. v. 15.09.2020, aaO; v. 12.01.2016, aaO Rn. 22 f.).

2. Nach Maßgabe dessen ist der Senat mit dem Landgericht der Auffassung, dass die Antragsgegnerin den abzufindenden Minderheitsaktionären die zu leistende Barabfindung in nicht zu beanstandender Weise auf der Grundlage des umsatzgewichteten Durchschnittskurses der KD AG-Aktie für den Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme von 9,70 € je Aktie angeboten hat.

2.1. Allerdings kommt es – anders als das Landgericht in seinem Nichtabhilfebeschluss meint – im vorliegenden Fall nach den Feststellungen in der ersten Instanz nicht in Betracht, für die Ermittlung des Werts der Barabfindung ausschließlich auf den Börsenwert der KD AG-Aktie abzustellen.

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist die marktorientierte Methode der Heranziehung des Börsenwerts einer Gesellschaft grundsätzlich als alleinige Grundlage für die Schätzung des Werts einer Beteiligung an dieser Gesellschaft geeignet (BGH, Beschl. v. 31.01.2024 – II ZB 5/22, ZIP 2024, 1070 Rn. 25 ff.; v. 21.02.2023 – II ZB 12/21, aaO Rn. 20; ebenso Senat, Beschl. v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE), juris Rn. 43). Die Berücksichtigung des Börsenwerts beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt. Voraussetzung der Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenwert ist dabei nicht, dass der Kapitalmarkt in Bezug auf die Anteile streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind. Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, so dass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, kann der Anteilswert nicht (allein) unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden. Die Feststellung der effektiven Informationsbewertung ist im Rahmen einer Liquiditätsanalyse durch die Erhebung umfassender Liquiditätskennziffern und damit der Handelsparameter vorzunehmen. Das können insbesondere das Handelsvolumen pro Tag, die Relation aus Tagen mit Handel zu möglichen Handelstagen, die Höhe des Streubesitzes sowie die durchschnittliche Geld-Brief-Spanne sein (BGH, Beschl. v. 21.02.2023 - II ZB 12/21, aaO; Senat, Beschl. v. 28.11.2022, aaO Rn. 44; OLG

Frankfurt, Beschl. v. 09.02.2024 – 21 W 129/22, Rn. 28; v. 26.04.2021 – 21 W 139/19, Rn. 40; juris). Eine nicht hinreichend effektive Informationsbewertung zeigt sich im Übrigen an auffälligen Kurssprüngen oder Kursmanipulationen.

Vorliegend haben weder die Bewertungsgutachterin noch die sachverständige Prüferin Anlass für eine vertiefte Liquiditätsanalyse der Aktie der KD AG gesehen, da sie bei der Ermittlung der Barabfindung in erster Linie den anteiligen Ertragswert mit 3,51 €/Aktie und alternativ dazu den verfassungsrechtlich jedenfalls als Untergrenze festzusetzenden Börsenwert mit 9,70 €/Aktie ermittelt haben. Schon angesichts der hohen Geld-Brief-Spanne mit durchschnittlich 8,8 % dürften aber auch Zweifel an der Aussagekraft des Börsenkurses bestehen.

2.2. Vor diesem Hintergrund ist es nicht zu beanstanden, dass das Landgericht in der angefochtenen Entscheidung auf den Börsenwert der KD AG-Aktie als Untergrenze für die Barabfindung abgestellt hat. Für den ausgeschiedenen Aktionär stellt sich der Vermögensverlust, den er durch die Strukturmaßnahme erleidet, als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar, der regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch ist. Da der Verkehrswert aber die Untergrenze der "wirtschaftlich vollen Entschädigung" bildet, die Art. 14 Abs. 1 GG für die Entwertung oder Aufgabe der Anteilsrechte fordert, steht es mit diesem Grundrecht grundsätzlich nicht im Einklang, im aktienrechtlichen Spruchstellenverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs (BVerfG, Beschl. v. 27.04.1999, aaO Rn. 63). Eine Unterschreitung des Börsenkurses kommt grundsätzlich nur dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt. Dies kann etwa dann der Fall sein, wenn im Fall der Übertragung von Aktien durch Mehrheitsbeschluss (§§ 327a ff. AktG) eine Marktengung entstanden ist, weil mindestens 95 % der Aktien unverkäuflich waren und ungewiss ist, ob der Minderheitsaktionär seine Aktien tatsächlich zum Börsenkurs hätte verkaufen können. Handhabbare Kriterien für das Vorliegen einer Marktengung lassen sich der in § 5 Abs. 4 WpÜG-AV zum Ausdruck kommenden Wertung des Gesetz- bzw. Verordnungsgebers entnehmen (OLG Karlsruhe, Beschl. v. 12.09.2017 – 12 W 1/17, Rn. 38 ff.; v. 22.06.2015 - 12a W 5/15, ZIP 2015, 1874, juris Rn. 35 ff.; OLG Frankfurt, Beschl. v. 09.04.2010 - 5 W 75/09, juris Rn. 30; OLG Stuttgart Beschl. v. 14.02.2008 – 20 W 9/06, ZIP 2008, 883 Rn. 53, 59; K. Schmidt/Lutter/Schnorbus, AktG, 5. Aufl. 2024, § 327b Rn. 3; MüKoAktG/Grunewald, 5. Aufl. 2023, § 327b Rn. 10). Gemessen hieran ist nur dann

von Markteuge auszugehen, wenn kumulativ während der letzten drei Monate vor dem Stichtag an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als fünf Prozent voneinander abgewichen sind (§ 5 Abs. 4 WpÜG-AV). An den Aktienumsatz als solchen können dabei wegen der erforderlichen Kapitalmehrheit von mindestens 95 Prozent (§ 327a Abs. 1 S. 2, Abs. 2 AktG) und der deswegen kleinen Anzahl handelbarer Aktien keine zu hohen Anforderungen gestellt werden (OLG Karlsruhe, Beschl. v. 22.06.2015, aaO).

Den umsatzgewichteten Durchschnittskurs der KD AG-Aktie für den Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme haben die Bewertungsgutachterin und sachverständige Prüferin auf der Grundlage der für den regulierten Markt und den Freiverkehr verfügbaren Daten des Finanzinformationssystems Bloomberg mit 9,70 € je Aktie ermittelt (Bewertungsgutachten S. 73; Prüfbericht S. 12 f.).

Nach ihren Feststellungen wurde die KD AG-Aktie unter Einbeziehung des regulierten Marktes und des Freiverkehrs in dem maßgeblichen Referenzzeitraum vom 17.07. bis 16.10.2016 an 21 von 65 möglichen Handelstagen gehandelt. Soweit Handel stattfand, lag das tägliche Handelsvolumen zwischen vier und 300 Aktien, insgesamt wurden 1.723 Aktien und somit rund 3,6 % vom Streubesitz gehandelt. Der volumengewichtete Tageskurs lag zwischen 8,74 € und 10,27 €. Abweichungen des Börsenkurses von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag ergaben sich an fünf Handelstagen, wobei diese allerdings nicht auf mehrere aufeinander folgende Tage fielen. Bei diesen Handelsdaten lag - anders als wenn nur auf den regulierten Markt abgestellt würde (s. dazu unter 2.2.2.) - nach den Vorgaben des § 5 WpÜG-AV eine Markteuge nicht vor.

2.2.1. Ohne Erfolg rügen einzelne Antragsteller, das Landgericht habe rechtsfehlerhaft den maßgeblichen Stichtag für die Ermittlung des relevanten Börsenwerts auf den Tag der ad hoc-Mitteilung vom 17.10.2016 festgelegt.

Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist der Referenzzeitraum in erster Linie auf den Tag der Bekanntgabe des Squeeze-out Vorhabens zu beziehen (vgl. auch Art. 17 MAR, Art. 17 MMVO). Entscheidend ist nach den Grundsätzen der Stollwerck-Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 19.07.2010 (II ZB 18/09 - BGHZ 186, 229 ff.) allein das erstmalige Bekanntwerden von belastbaren Informationen über die beabsichtigte Strukturmaßnahme, so dass auch eine belastbare Presseberichterstattung genügen

kann. Die Umsetzung der Strukturmaßnahme muss infolge der Bekanntgabe aus Sicht des Kapitalmarkts wahrscheinlich sein und deswegen im Börsenkurs ihren Niederschlag erfahren. Bloße Gerüchte oder vage Absichtserklärungen reichen nicht (Senat, Beschl. v. 18.08.2016 – I-26 W 12/15 (AktE), AG 2017, 827 ff., juris Rn. 64; OLG Frankfurt, Beschl. v. 15.01.2016 – 21 W 22/13, AG 2016, 667 ff., juris Rn. 67; OLG München, Beschl. v. 05.05.2015 – 31 Wx 366/13, AG 2015, 508 ff., juris Rn. 26). Mit Blick auf die Zielsetzung, durch eine Vorverlegung des Endpunkts Manipulationen des Börsenkurses möglichst auszuschalten, ist zu verlangen, dass in der – öffentlich zugänglichen – Verlautbarung die uneingeschränkte Absicht des Unternehmens zur Durchführung der konkreten Strukturmaßnahme zum Ausdruck kommt und nach ihr objektiv auch die Aussicht besteht, dass sie in absehbarer Zeit tatsächlich durchgeführt wird. Nicht erforderlich ist, dass der Hauptaktionär bereits 95 % der Aktien hält. Es müssen nur die „Grundlagen geschaffen [sein], die Ankündigung in absehbarer Zeit umsetzen zu können“, etwa durch den Abschluss von Kaufverträgen (Senat, Beschl. v. 28.11.2022, aaO mwN).

Gemessen daran ist es aus der Sicht des Senats nicht zu beanstanden, den maßgeblichen Beginn des Referenzzeitraums nicht auf den Tag der Veröffentlichung des eigentlichen Verlangens der nach Durchführung eines aktienrechtlichen Squeeze-outs in der Ad hoc-Mitteilung vom 20.12.2016 zu beziehen, sondern (um rd. 9 Wochen) vorzuziehen auf den 17.10.2016, den Tag der Bekanntmachung der Ad hoc-Mitteilung der KD AG. In dieser ist u.a. bereits ausgeführt, dass am 11.10.2016 insgesamt 97,32 % des Grundkapitals der KD AG erworben und sie den bei der BaFin eingereichten Befreiungsantrag insbesondere auch auf die Absicht gestützt hatte, die Übertragung der Aktien der verbleibenden Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gemäß §§ 327a ff. AktG zu betreiben.

2.2.2. Aus dem Umstand, dass sich in dem maßgeblichen Zeitraum vom 17.07. bis 16.10.2016 bei alleiniger Betrachtung der Transaktionen auf dem regulierten Markt rechnerisch auf Basis der verfügbaren Daten des Finanzinformationssystems Bloomberg ein gewichteter durchschnittlicher Börsenkurs von 9,87 € ergibt, der mithin um 0,17 € über der festgesetzten Barabfindung liegt, können die Beschwerdeführer schon deshalb nichts zu ihren Gunsten herleiten, weil dieser Kurs nicht den Verkehrswert der KD AG-Aktie widerspiegelt.

Die Auswertung des auf dem regulierten Markt in Düsseldorf beobachtbaren Börsenhandels mit der KD AG-Aktie ergab, dass nach den Vorgaben des § 5 WpÜG-AV eine Markt-

enge zu konstatieren war, da an weniger als einem Drittel der Börsentage im Berechnungszeitraum Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 % voneinander abwichen. So wurden die Aktien im dreimonatigen Referenzzeitraum 17.07. bis 16.10.2016 lediglich an sechs von 65 möglichen Handelstagen gehandelt. Soweit Handel stattfand, lag das tägliche Handelsvolumen zwischen vier und 109 Aktien, insgesamt wurden 204 Aktien und somit nur rd. 0,4 % der im Streubesitz befindlichen Aktien gehandelt. Der volumengewichtete Tageskurs lag zwischen 8,74 € und 10,17 €. Abweichungen des Börsenkurses von mehr als 5 % von einem auf den nächsten Handelstag ergaben sich an zwei aufeinanderfolgenden Handelstagen (erg. Stellungnahme svP Rn. 33). Da somit an mehr als 90 % der Handelstage im regulierten Markt kein Handel mit KD AG-Aktien erfolgte und zudem die im Referenzzeitraum gehandelte Stückzahl nur 0,4 % des Streubesitz ausmachte, hat dort praktisch kein Handel stattgefunden. Dementsprechend hat auch die BaFin mit Schreiben vom 17.01.2017 festgestellt, dass ein nicht ausreichender Aktienhandel iSd § 5 Abs. 4 WpÜG-AV vorlag und daher für den relevanten Stichtag 17.10.2016 kein gültiger Mindestpreis gemäß § 5 WpÜG-AV mitgeteilt werden kann.

Von daher bedurfte es entgegen der Auffassung eines beschwerdeführenden Antragstellers auch nicht der Einholung eines Sachverständigengutachtens zu der Frage, ob die im Freiverkehr herangezogenen Kurse eine verlässliche Aussage über den Börsenwert erlauben, da deren Einbeziehung - wie ausgeführt - zu einem validen umsatzgewichteten Durchschnittskurs der KD AG-Aktie für den Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme führt und dies den Minderheitsaktionären nur günstig ist.

2.2.3. Fehl geht auch die Rüge einzelner Antragsteller, der Referenzzeitraum sei vorliegend hochzurechnen, weil zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme – hier mit dem 17.10.2016 – und der Hauptversammlung am 20.04.2017 ein längerer Zeitraum verstrichen sei und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lasse.

Allerdings ist nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs der ermittelte Börsenwert anzupassen, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung, in welcher entsprechend § 293 Abs. 1 AktG über diese zu beschließen ist, ein längerer Zeitraum liegt und die Kursentwicklung dies zum Schutze der Aktio-

näre als geboten erscheinen lässt (BGH, Beschl. v. 28.06.2011 – II ZB 2/10, AG 2011, 590 juris Rn. 8; v. 19.07.2010, aaO; ebenso: OLG Stuttgart, Beschl. v. 14.09.2011 – 20 W 6/08, AG 2012, 49, juris Rn. 210 ff.; jew. mwN). Die Minderheitsaktionäre sollen davor geschützt werden, dass sie von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden, indem der Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe fixiert wird, ohne dass die angekündigte Maßnahme dann in der Folgezeit in dem üblichen Zeitraum umgesetzt wird. Als einen solchen längeren Zeitraum hat der Bundesgerichtshof in der Stollwerck-Entscheidung – die konkreten – siebeneinhalb Monate zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme und der Hauptversammlung angesehen. Entscheidend ist, ob die Maßnahme innerhalb eines normalen oder üblichen Fahrplans durchgeführt wurde, denn der Aktionär soll (nur) vor einem Missbrauch der mit der Bekanntgabe verbundenen Gestaltungsmöglichkeit durch den Mehrheitsaktionär geschützt werden, so dass die Hochrechnung die Ausnahme bleiben muss (OLG Stuttgart, Beschl. v. 19.01.2011 – 20 W 3/09, AG 2011, 205, juris Rn. 90; OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.08.2020 - 21 W 59/19, AG 2020, 837, juris Rn. 23). Normal oder üblich ist angesichts des Aufwands für Bewertungsgutachten, Prüfung der Angemessenheit und Vorbereitung der Hauptversammlung jedenfalls ein Zeitraum von bis zu sechs Monaten (OLG Karlsruhe, Beschl. v. 16.04.2024 – 12 W 27/23, Der Konzern 2024, 212, juris Rn. 78), so dass nur diese überschreitende Zeiträume erfasst werden sollen (OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.08.2020, aaO Rn. 28 ff.; OLG Saarbrücken, Beschl. v. 11.06.2014 – 1 W 18/13, AG 2014, 866, juris Rn. 38 ff.; MüKoAktG/van Rossum, 5. Aufl. 2023, § 305 Rn. 106). Nach Maßgabe dessen muss hier eine Hochrechnung schon deshalb ausscheiden, weil zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 17.10.2016 und der Hauptversammlung am 20.04.2017 der übliche Zeitraum von sechs Monaten nur unwesentlich – um drei Tage – überschritten wurde und schon von daher, aber auch im übrigen Anhaltspunkte dafür, dass die Beschlussfassung ohne sachlichen Grund zum Nachteil der Aktionäre verzögert wurde, weder ersichtlich noch aufgezeigt sind.

3. Entgegen der Einwendungen einiger beschwerdeführender Antragsteller lässt sich ein höherer Ertragswert, als ihn die Bewertungsgutachterin ermittelt und die sachverständige Prüferin bestätigt hat, nicht feststellen. Der Senat schätzt den Ertragswert auf der Grundlage der Wertermittlung der Bewertungsgutachterin und des von der sachverständigen Prüferin erstinstanzlich erläuterten Prüfberichts auf rd. 6.298 T€, so dass der anteilige Unternehmenswert lediglich bei 3,51 €/Aktie und damit deutlich unter der festgesetzten



Barabfindung von 9,70 €/Aktie liegt. Die im Beschwerdeverfahren wiederholten Rügen gegen die Ertragswertermittlung bleiben ohne Erfolg.

3.1. Zu Recht ist die Bewertungsgutachterin bei ihrer Ertragswertermittlung von der Konzernplanung für die Jahre 2017 bis 2021 ausgegangen und hat diese nur in einzelnen Punkten angepasst.

Als Planungsgrundlage ist grundsätzlich die im Unternehmen verfügbare Unternehmensplanung zu verwenden (sog. Vorrang der unternehmenseigenen Planung; st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschl. v. 09.05.2022 - I-26 W 3/21 (AktE), AG 2022, 705 ff. juris Rn. 33 mwN). Als Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind die Planungen und darin enthaltenen Prognosen (nur) eingeschränkt daraufhin überprüfbar, ob die in der Planung enthaltenen Entscheidungen auf zutreffenden Informationen (Tatsachengrundlagen) und daran orientierten, realistischen Annahmen aufbauen, die zudem nicht in sich widersprüchlich sein dürfen (vgl. nur: Bürgers/Körber/Lieder/Ruiz de Vargas, AktG, 5. Aufl. 2020, Anh. § 305 Rn. 24 ff. mwN). "Sonderplanungen", die ausschließlich zu Bewertungszwecken außerhalb des Planungsprozesses erstellt werden, werden hingegen von der Rechtsprechung regelmäßig kritisch gesehen (vgl. etwa Senat, Beschl. v. 25.02.2020 - I-26 W 7/18 (AktE), AG 2020, 593 ff., juris Rn. 44 ff. mwN; OLG Karlsruhe, Beschl. v. 18.05.2016 - 12a W 2/15, AG 2016, 672 ff., juris Rn. 35).

Die der Bewertung zugrunde liegende, am 01.03.2017 dem Aufsichtsrat übermittelte Konzernplanung für die Jahre 2017 bis 2021 wurde im Rahmen eines jährlichen, anlassunabhängigen Planungsprozesses erstellt, der üblicherweise zum Ende des laufenden Geschäftsjahres beginnt und sich in eine Budgetplanung für das folgende Geschäftsjahr und die mittelfristige Planung für vier weitere Geschäftsjahre unterteilen lässt (Prüfbericht S. 30 f.). Dabei basierte die Budgetplanung auf den bis einschließlich Oktober 2016 aufgelaufenen Ist-Werten, die mit Blick darauf, dass nach dem Geschäftsmodell über 60 % des Jahresumsatzes in der Hauptsaison von Juni bis September erwirtschaftet wird, eine belastbare Grundlage darstellen. Bis zur Fertigstellung der Mehrjahresplanung im Februar 2017 wurden neue Erkenntnisse, wie etwa Veränderungen der Brennstoffpreise, ergänzend berücksichtigt. Anzeichen für eine "Sonderplanung" bestehen danach nicht.

3.2. Ebenso wenig liegen Anhaltspunkte für eine zu pessimistische oder unplausible Unternehmensplanung vor.

Während die Frage nach der rechnerischen Richtigkeit der Planungsrechnung und Konsistenz der (Teil-)Planungen einem Richtigkeitsurteil zugänglich ist, lassen die in der Planung enthaltenen Prognosen über die künftige Entwicklung in der Regel kein eindeutiges Urteil darüber zu, ob die Planung als Ganzes oder einzelne Planprämissen als "richtig" oder "falsch" zu erachten sind (vgl. Fleischer/Hüttemann/Franken/Schulte, Rhdb UB, 3. Aufl. 2024, Rn. 5.58 ff.). Diese sind deshalb nur daraufhin zu überprüfen, ob sie auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar sind (BVerfG, Beschl. v. 24.05.2012, aaO juris Rn. 30). Danach ist wegen der bestehenden Spielräume bei der Einschätzung von unsicheren künftigen Entwicklungen (nur) zu beurteilen, ob die der Unternehmensplanung zugrunde gelegten Annahmen plausibel, d.h. nachvollziehbar, konsistent und frei von Widersprüchen sind (IDW-Praxishinweis: Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion (IDW-Praxishinweis 2/2017) Tz. 5). Eine Planung ist insgesamt als plausibel anzusehen, wenn sie sowohl rechnerisch richtig und auf Grundlage eines geeigneten Planungsprozesses erstellt ist als auch schlüssig an die Ist-Lage des Bewertungsobjekts anknüpft, bestehende Abweichungen zur vergangenen Entwicklung schlüssig erklärbar sind und die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts reflektiert (Franken/Schulte, aaO, Rn. 5.121). Dagegen kann eine unververtretbare und damit unplausible Planung etwa dann vorliegen, wenn sie im Vergleich zu den Ergebnissen der Vergangenheit, den Planansätzen aus den Planungen der Vorjahre und unter Berücksichtigung von Analystenschätzungen für den Detailplanungszeitraum zu konservativ ist und überdies Planabweichungen zur vergangenen Entwicklung nicht schlüssig erklärbar sind, wenn die Planung einseitige, systematische Verzerrungen aufweist oder wenn bei entsprechender Marktkontinuität ein bisher auch in den besten bzw. schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant wird (st. Rspr., vgl. Senat, Beschl. v. 09.05.2022 – I-26 W 3/21 (AktE), aaO Rn. 36; v. 25.02.2020, aaO Rn. 45, 47; v. 14.12.2017 - I-26 W 8/15 (AktE), AG 2018, 399 ff., Rn. 42 f.; sämtl. juris).

Nach diesem Maßstab besteht kein Anlass, die Planung über die von Seiten der Bewertungsprüferin bereits vorgenommenen Modifikationen zugunsten der Antragsteller weiter anzupassen.

3.2.1. Anhaltspunkte dafür, dass die geplanten Umsatzerlöse zu pessimistisch wären, liegen nicht vor.

Zu Recht weist die Antragsgegnerin darauf hin, dass eine - günstigere - Ist-Entwicklung der Umsätze und Ergebnisse nach dem Bewertungsstichtag nur dann zu einer Plananpassung führen könnte, wenn und soweit dafür maßgebliche Entwicklungen zum Bewertungsstichtag bereits im Kern angelegt und sie zudem vorhersehbar waren (sog. Wurzeltheorie, vgl. nur: BGH, Beschl. v. 29.09.2015 – II ZB 23/14, BGHZ 207, 114 ff. juris Rn. 40; Urt. v. 28.04.1977 - II ZR 208/75, NJW 1973, 509 ff., juris Rn. 20; Senat, Beschl. v. 09.05.2022 – I-26 W 3/21 (AktE), aaO Rn. 41, v. 12.11.2015 - I-26 W 9/14 (AktE) AG 2016, 329 ff., juris Rn. 32; OLG Stuttgart, Beschl. v. 18.12.2009 - 20 W 2/08, AG 2010, 513 ff., juris Rn. 157). Dafür ist indessen nichts ersichtlich oder von den beschwerdeführenden Antragstellern aufgezeigt. Die beschwerdeführenden Antragsteller nehmen lediglich auf Zeitungsberichte Bezug, in denen die Geschäftsentwicklung der KD AG in dem Zeitraum nach dem Bewertungsstichtag und mögliche Wachstumsaussichten dargestellt werden. Anhaltspunkte dafür, dass bereits zum Bewertungsstichtag eine andere Entwicklung hätte angenommen werden müssen, ist diesen schon nicht zu entnehmen; unbeachtlich ist daher auch, dass in diesen auf zukünftige Wachstumsmöglichkeiten im Bereich Management der Landebrücken, Geschäftskunden-Events und des Auslandsvertriebs verwiesen wird, die zukünftig vermehrt in den Blick genommen werden sollten.

Im Übrigen aber haben die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin – was die beschwerdeführenden Antragsteller bei ihrer Rüge nicht berücksichtigen - im Rahmen ihrer Analyse aus der hier maßgeblichen Sicht des Bewertungsstichtags keinen Anhalt für eine Unplausibilität der Planung gesehen.

Zur Plausibilisierung der Planung haben sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin eine Vergangenheitsanalyse auf Basis bereinigter Größen vorgenommen und keinen Hinweis auf zu pessimistische Planansätze gefunden.

Der Konzern generierte zwischen den Geschäftsjahren 2014 und 2016 Umsatzerlöse zwischen 25.672 T€ und 26.632 T€, wobei die Abweichungen zwischen diesem bereinigten Ist und dem Budget mit unter einem Prozent sehr gering ausfielen (Prüfbericht S. 27).

Soweit sich größere negative Planabweichungen in den Jahren 2014 und 2015 sowie teilweise auch in 2016 bezogen auf das EBITDA (2014: -12,7 %; 2015: -9,3 %; 2016: -4,7 %) und insbesondere auf das EBIT (2014: -39,4 %; 2015: -21,4 %; 2016: -15,6 %) ergaben, sind diese insbesondere mit negativen Ergebnissen aus Brennstoffpreisentwicklungen, technischen Ausfällen, witterungsbedingten Einflüssen sowie Aufwendungen für nicht geplante Vertriebsberatung zu erklären (Bewertungsgutachten S. 32 ff.; Prüfbericht aaO; erg. Stellungnahme svP Rn. 63).

Ausgehend davon war die für die Jahre 2017 bis 2021 geplante Umsatzentwicklung nicht zu pessimistisch, vielmehr ist die Bewertungsgutachterin zu dem Ergebnis gekommen, dass die Planung der KD AG ambitioniert sei und insbesondere das Niveau der EBIT-Marge von über 4 % eine Herausforderung darstelle (Bewertungsgutachten S. 41).

Die Planung sah auf Konzernebene einen Anstieg der Umsatzerlöse von 27.049 T€ (2017) auf 27.977 T€ im Geschäftsjahr 2021 vor (Bewertungsgutachten S. 34; Prüfbericht S. 28). Die prognostizierte Umsatzentwicklung entsprach einer Steigerung um durchschnittlich rd. 1,0 % jährlich (2016: 26.632 T€; 2017: 27.049 T€; 2018: 26.669 T€; 2019: 26.971 T€; 2020: 27.471 T€; 2021: 27.977 T€; Bewertungsgutachten S. 36). Sie basierte auf der Umsatzplanung für die beiden Segmente Tagesausflugsschiffahrt und der Beereederung von Flusskreuzfahrtschiffen (Segment Beereederungs-Service), wobei nach der Planung analog zur Vergangenheit rd. 90 % der Umsatzerlöse in dem für die Unternehmenslage und -entwicklung wesentlichen Segment Tagesausflugsschiffahrt erzielt werden. Das zum maßgeblichen Bewertungsstichtag bestehende Unternehmenskonzept sah insoweit - entsprechend der auch in der Vergangenheit zu beobachtenden Unternehmensstrategie - keine Erweiterungsinvestitionen in die Flotte oder einen regionalen Ausbau der Geschäftstätigkeit vor. Wesentliche Planungsprämisse war es daher, bei einer unveränderten Anzahl an Schiffen eine kontinuierliche Steigerung der Umsatzerlöse u.a. durch Auslastungsoptimierung zu erreichen. Dabei folgen natürliche Kapazitätsgrenzen daraus, dass die Schiffe keine unbegrenzte Anzahl an Passagieren aufnehmen können und die Umsatzerlöse zu einem Großteil in der Sommersaison erzielt werden (Bewertungsgutachten S. 40). Umsatzschwankungen aufgrund witterungsbedingter Einflüsse - eine unterdurchschnittliche Anzahl an Sonnentagen oder die eingeschränkte Befahrbarkeit des Rheins aufgrund Hoch- oder Niedrigwasser - sind in der Planung nicht berücksichtigt. Wie die sachverständige Prüferin weiter festgestellt hat, waren zwar generell po-

sitive Marktpulse aus der Entwicklung der Tourismusbranche in Deutschland und auch in den für die KD AG relevanten Regionen in Nordrhein-Westfalen und Rheinland-Pfalz zu erwarten. Indessen stellte sich das Wettbewerbsumfeld als umkämpft dar, denn die Wettbewerbssituation war von einem aggressiven Preiskampf und einer flexiblen Reaktion des Angebots auf die Nachfrage gekennzeichnet (erg. Stellungnahme svP Rn. 54 f.).

Für die Fahrterlöse als größtem Umsatzanteil im Segment Tagesausflugsschiffahrt und die ihnen zuzuordnenden Gastronomieumsätze ist in der Planung eine Umsatzsteigerung von rd. 3 % in 2017 und jeweils 2 % in den Jahren 2018-2021 angesetzt. Dabei beruht der für 2017 vorgesehene höhere Umsatzanstieg unter anderem darauf, dass die Gesellschaft für Planungszwecke nach dem wetterbedingt schlechten Ergebnis in 2016 hinsichtlich der Wetterbedingungen in 2017 von einem „Normaljahr“ ausgeht. Des Weiteren resultiert der Umsatzanstieg aus einer geplanten durchschnittlichen Preiserhöhung von 1 % bei den Fahrterlösen und vereinzelt Optimierungen des Fahrplans. Vor diesem Hintergrund ist es auch mit Blick auf die umkämpfte Wettbewerbssituation plausibel, dass die Gesellschaft über den weiteren Planungszeitraum auf der Basis von Erfahrungswerten und unter Berücksichtigung der Strategie, unverändert mit der derzeitigen Schiffsflotte zu agieren, ein jährliches Wachstum von 2 % angenommen hat (Bewertungsgutachten S. 35; Prüfbericht S. 29; erg. Stellungnahme svP Rn. 54 ff.). Aus der maßgeblichen Sicht des Bewertungsstichtags, d.h. vor dem Hintergrund der bestehenden Flotte und des aktuellen Unternehmenskonzepts bestand entgegen den Ausführungen einzelner Antragsteller kein Anlass, eine regionale, auch internationale Ausweitung der Geschäftstätigkeit wie auch ein zusätzliches Angebot von – bis dato von der KD AG nicht betriebenen - Flusskreuzfahrten zu berücksichtigen. Im Bereich der Charterumsätze und der damit verbundenen gastronomischen Erlöse plant die Gesellschaft ein bei 1,5% liegendes moderates jährliches Wachstum, das aus Sicht der sachverständigen Prüferin mit Blick auf den nachfragebedingten Rückgang in der Vergangenheit nachvollziehbar ist (erg. Stellungnahme svP Rn. 56). Die übrigen Erlöse aus dem Segment Tagesausflugsschiffahrt bewegen sich im Planungszeitraum auf einem im Vergleich mit 2016 relativ konstanten Niveau. Dies trägt dem Umstand Rechnung, dass sich einerseits die bereits abzeichnende Reduzierung der mit den Schiffen erzielbaren Werbeerlöse sowie der Umsatzrückgang aus der Buchhaltung für die Premicon-Gruppe ab 2019 negativ auswirken und andererseits wesentliche Erlöspositionen, wie etwa die Vermietung des Winterhafens sowie der

Landebrücken mit einer jährlichen Steigerungsrate von 2 % fortgeschrieben werden (Bewertungsgutachten S. 36; Prüfbericht S. 29; erg. Stellungnahme svP Rn. 57).

Im Segment Bereederungs-Service, mit dem in der Vergangenheit nur rd. 10 % der Umsatzerlöse erzielt werden konnte und das von daher nur von untergeordneter Bedeutung für die Geschäftsentwicklung der KD AG ist, sieht die geplante Umsatzentwicklung einen mengeninduzierten Rückgang des in der Vergangenheit erzielten Umsatzes von 2.858 T€ in 2017 bis auf 1.986 T€ in 2019 und dann ab 2020 ein jährliches Wachstum von 2 % vor. Prägend für diese Planannahme ist der Umstand, dass die Schiffsbetreiber-gesellschaften der Premicon-Gruppe in den Planjahren ihre Flotte würden verkaufen müssen und der Vorstand hinsichtlich der Umsätze davon ausgeht, zumindest einige der Schiffe auch unter einem neuen Eigentümer weiterhin bereedern zu können. Eine vollständige Kompensation hält er angesichts des schwierigen Marktumfelds der zu verkau-fenden 16 Schiffe, deren Bereederungsverträge vereinbarungsgemäß in 2018 auslaufen, nicht für realistisch, zumal der KD Konzern über den betrachteten Vergangenheitszeit-raum zusätzliche Charterer als neue Kunden nicht hinzu gewinnen konnte. Daher ist nach der Einschätzung der Gesellschaft von einer Verminderung der Anzahl der bereederten Schiffe auf acht Schiffe und einem Umsatzrückgang von 680 T€ auszugehen. Zugleich ist berücksichtigt, dass die Erlöse aus der Umsatzsteuerabwicklung einhergehend mit dem Verkauf der von der Premicon-Gruppe betriebenen Schiffe auslaufen werden (Be-wertungsgutachten S. 36; Prüfbericht S. 27). Vor dem Hintergrund dieser Feststellungen sind die planerisch abgebildeten Auswirkungen aus dem Verkauf der bisher durch die KD AG bereederten Flotte durch die Premicon AG bzw. aus dem Ablauf der entsprechenden Bereederungsverträge dem Grunde und der Höhe nach nachvollziehbar und die Umsatz-planung auch im Segment Bereederungs-Service als plausibel anzusehen (erg. Stellung-nahme svP Rn. 58 f.).

3.2.2. Fehl geht auch die Rüge einzelner Antragsteller, insbesondere in der Phase der ewigen Rente sei mit 4,68 % eine im Verhältnis zu den Unternehmen der Peer Group deutlich zu niedrige EBIT-Marge geplant worden, mit Blick auf die EBIT-Margen der Peer Group-Unternehmen von durchschnittlich 18 % hätte ein entsprechender Wert berück-sichtigt werden müssen.

Die sachverständige Prüferin hat in ihrer ergänzenden Stellungnahme zutreffend darauf verwiesen, dass die Ergebnismargen der Peer Group-Unternehmen kein geeigneter Maßstab für eine Plausibilisierung der Unternehmensplanung der KD AG seien, da diese von dem speziellen Geschäftsmodell und auch ihrem Markt- und Wettbewerbsumfeld geprägt sei. Daher seien die Margen der KD AG auch bereits in der Vergangenheit nicht mit den Margen der Peer Group Unternehmen vergleichbar gewesen. Die bereinigten EBIT-Margen der KD AG lagen in dem für Zwecke der Planungsplausibilisierung betrachteten Vergangenheitszeitraum 2014-2016 zwischen 2,8 % und 4,2 % bzw. die bereinigten EBITDA-Margen zwischen 12,2 % und 12,6 %, während bei den Peer Group-Unternehmen im entsprechenden Vergangenheitszeitraum durchschnittliche EBITDA-Margen von knapp 25 % bzw. EBIT-Margen von 14 % zu beobachten waren. Es existiert - wie sie detailliert im Rahmen der Ableitung des Betafaktors erläutert hat (siehe dazu unter 3.3.2.) - kein börsennotiertes Unternehmen mit einem mit der KD AG direkt vergleichbarem Geschäftsmodell (Rn. 61). Dies gilt insbesondere für die antragstellerseits herangezogenen drei Peer Group-Unternehmen aus dem Kreuzfahrtsektor, die EBIT-Margen von durchschnittlich 18 % aufweisen. Diese unterscheiden sich hinsichtlich des Markt- und Kundenumfelds wie auch etwa hinsichtlich der Saisonalität und der Abhängigkeit von der Wetterlage zwischen Köln und Mainz entlang der Rheinschiene deutlich von der KD AG. Vor diesem Hintergrund konnte es hinsichtlich der in der Planung angesetzten Werte zur EBIT-Marge nur auf die individuelle Situation der KD AG ankommen, die sowohl das regionale Markt- und Wettbewerbsumfeld als auch die Erfordernisse der notwendigen Investitionen in die Flotte der KD AG berücksichtigt.

Aus dem schwankenden Verlauf der EBIT-Margen können die Antragsteller ebenso wenig etwas zu ihren Gunsten herleiten, insbesondere folgt daraus nicht, dass 2023 ein eingeschwungener Zustand nicht erreicht wurde. Im Vergleich zum Jahr 2016 sind im Planjahr 2017 sowohl das EBIT (2016: 1.114 T€, 2017: 1.219 T€) als auch die EBIT-Marge (2016: 4,2 %, 2017: 4,5 %) angestiegen. Lediglich 2018 ist es - wie bereits ausgeführt - zu einem Rückgang der Umsatzerlöse und des EBIT gekommen, der in erster Linie durch den Rückgang der Anzahl der bereederten Schiffe der Premicon-Flotte verursacht wurde und zu einem Rückgang der Umsatzerlöse im Segment Bereederungsservice um rd. 680 T€ führte (EBIT: 876 T€; EBIT-Marge: 3,3 %). Bis zum Planjahr 2021 ist die EBIT-Marge sodann bis hin zu 5,1 % angestiegen. Dabei war die Ertragsplanung für die Jahre 2019-2021 durch einen Anstieg der Materialaufwandsquote von 30,6 % in 2016

auf 33,8 % in 2021 geprägt, der mit den in diesen Jahren einmalig zu erwartenden Instandhaltungsaufwendungen aus der Nachrüstung der redundanten Schiffsantriebe und Preiseffekten aus dem Treibstoffbezug zusammenhängt (Bewertungsgutachten S. 36; Prüfbericht S. 29 f.; erg. Stellungnahme svP Rn. 60). Gleichwohl sieht die Planung einen Anstieg der EBIT-Marge von 4,2 % 2016 auf 5,1 % in 2021 vor, der insbesondere durch die Verminderung der Abschreibungen ab 2019 für sechs der neun Schiffe der Gesellschaft erreicht werden kann (Bewertungsgutachten S.38; Prüfbericht S. 31).

Vor dem Hintergrund, dass die Abschreibungen der eigenen Flotte aufgrund deren Altersstruktur am Ende der Detailplanungsphase noch nicht die Höhe eines nachhaltig notwendigen Investitionsbetrags erreicht hatten, die Nachrüstung der bestehenden Flotte auf den redundanten Antrieb noch nicht abgeschlossen war und die handelsrechtlichen Verlustvorträge der KD AG bis Ende 2021 noch nicht vollständig durch die unterstellte Thesaurierung ausgeglichen waren, hat die Bewertungsgutachterin in Abstimmung mit dem Vorstand der KD AG die Planungsrechnung sodann um eine einjährige Konvergenzphase verlängert und daran anknüpfend um ein nachhaltiges Ergebnis ergänzt. Diese Anpassung ist - so die sachverständige Prüferin - sachgerecht, um ein nachhaltiges Ergebnisniveau für die Abbildung der ewigen Rente ableiten zu können; die unterstellten Ersatzinvestitionen in die eigene Schiffsflotte und die darauf basierende Ableitung der nachhaltigen Abschreibungs- und Reinvestitionsrate sind unter Berücksichtigung der Altersstruktur der Flotte und der langfristigen Geschäftsstrategie nachvollziehbar ermittelt (Prüfbericht S. 34). Substantielle Einwendungen dagegen sind von Seiten der Antragsteller nicht vorgebracht.

Die nachhaltige EBIT-Marge von 4,7 %, die oberhalb der in den vergangenen drei Jahren erzielten bereinigten EBIT-Margen liegt, ist - so die sachverständige Prüferin - mit Blick auf das intensive Wettbewerbsumfeld im Segment der Tagesausflugsschifffahrt und den Umstand, dass sich die Gesellschaft im Bereederungsservice einem voraussichtlich deutlichen Rückgang der zu bereedernden Schiffe gegenüber sieht, angemessen (Prüfbericht S. 34).

3.3. Auch die Rügen betreffend den Kapitalisierungszinssatz bleiben ohne Erfolg. Die in der Beschwerdeinstanz insoweit nur noch von dem beschwerdeführenden Antragsteller zu 8) pauschal erhobenen Einwendungen gegen den Risikozuschlag gehen fehl.



Der Basiszins ist um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der der gefestigten Rechtsprechung folgend anhand des Tax Capital Asset Pricing Model (Tax-CAPM) als Produkt aus der Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragssteuern und Betafaktor ermittelt wird (vgl. zuletzt Senat, Beschl. v. 09.05.2022 – I-26 W 3/21 (AktE), aaO Rn. 43 mwN; ausführlich zum CAPM: Senat, Beschl. v. 27.05.2009 - I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, 2220 ff., juris Rn. 122).

3.3.1. Der im Bewertungsgutachten und im Prüfbericht vorgenommene Ansatz der Marktrisikoprämie mit 5,5 % nach Steuern - dem Mittelwert der Bandbreite von 5 % bis 6 %, die vom FAUB des IDW für Bewertungsstichtage ab dem 19.09.2012 empfohlen wird (FN-IDW 2012, 568 f.) - ist entgegen der pauschalen Rüge des beschwerdeführenden Antragstellers zu 8) nicht zu beanstanden.

Die gerichtliche Überprüfung im Spruchverfahren bestimmt sich auch hinsichtlich der Marktrisikoprämie nach § 287 Abs. 2 ZPO. Der FAUB, der einen pluralistischen Ansatz verfolgt und beispielsweise unterschiedliche vergangenheitsorientierte Ansätze (unterschiedliche Zeiträume, unterschiedliche Referenzanlagen, unterschiedliche Mittelwertbildung), unterschiedliche zukunftsorientierte Ansätze sowie nationale und internationale Ansätze betrachtet (vgl. dazu ausführlich Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, 806, 810 ff.), hat dazu eine im Jahr 2012 aktualisierte Bandbreitenempfehlung bezüglich der zu verwendenden Marktrisikoprämie abgegeben, die von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Steuern bzw. von 5 % bis 6 % nach persönlichen Steuern reicht. Für die gerichtliche Schätzung sind grundsätzlich all diejenigen Werte ohne weiteres akzeptabel, die innerhalb der Bandbreite der bezogen auf den Bewertungszeitpunkt in einschlägigen betriebswirtschaftlichen Untersuchungen wie auch in der Bewertungspraxis herkömmlich anzutreffenden, mithin anerkannten und gebräuchlichen Werte für Marktrisikoprämien liegen, insbesondere solche Werte, die sich innerhalb der Spanne in Verlautbarungen des IDW empfohlener Marktrisikoprämien halten (Steinle/Liebert/Katzenstein, MHdB GesR VII; 6. Aufl. 2020, § 34 Rn. 145 mwN zur Rspr.). Die Empfehlungen des IDW zur Bestimmung der Marktrisikoprämie stellen zwar keine Rechtsnormen dar, sie gelten aber als - wenn auch nicht unbestrittene, so doch anerkannte - Expertenauffassungen (st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschl. v. 20.04.2023 – I-26 W 8/20 (AktE), AG 2024, 448 ff., juris Rn. 40; v. 02.07.2018 - I-26 W 4/17 (AktE), AG 2019, 92 ff., juris Rn. 38). Sowohl die

Frage, welche Mittelwertbildung bei der Ableitung der Marktrisikoprämie verwendet werden sollte, als auch die konkrete Höhe der Marktrisikoprämie ist innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten. Eine allgemein anerkannte Höhe hat sich bislang nicht herausgebildet; eine empirisch genaue Festlegung ist nach dem aktuellen Stand der Wirtschaftswissenschaften nicht möglich (vgl. bereits Senat, Beschl. v. 04.07.2012 - I-26 W 8/10 (AktE), AG 2012, 797 ff., juris Rn. 52; ebenso BGH, Kartellsenat, Beschl. v. 27.04.2022 – EnVR 48/18, ER 2022, 163 ff., juris Rn. 14; v. 03.03.2020 – EnVR 26/18 RdE 2020, 319 ff., juris Rn. 33 - „Eigenkapitalzinssatz III“; v. 09.07.2019 – EnVR 52/18, RdE 2019, 456 ff., juris Rn. 37 - „Eigenkapitalzinssatz II“; v. 27.01.2015 - EnVR 37/13, ZNER 2015, 133 ff., juris Rn. 29 ff. „ONTRAS Gastransport GmbH“). Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete Schätzung sein (vgl. etwa Senat, Beschl. v. 20.04.2023, aaO; v. 24.09.2020 – I-26 W 5/16 (AktE), AG 2021, 25 ff. juris Rn. 78; OLG Frankfurt, Beschl. v. 13.09.2021 - 21 W 38/15, AG 2022, 83 ff. juris Rn. 123).

Vor diesem Hintergrund hat die sachverständige Prüferin die von der Bewertungsgutachterin mit 5,5 % angesetzte Marktrisikoprämie als angemessen beurteilt (Prüfbericht S. 39; erg. Stellungnahme svP Rn. 113 ff.).

Auch die obergerichtliche Praxis geht für vergleichbare Stichtage mittlerweile regelmäßig von einer sich an den Empfehlungen des FAUB orientierenden Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % aus (vgl. nur Senat, Beschl. v. 28.11.2022 – I-26 W 4/21 (AktE) Rn. 155 ff. (Stichtag Juni 2016); v. 09.05.2022 - I-26 W 3/21 (AktE), Rn. 43 ff. (Stichtag November 2017); OLG München, Beschl. v. 07.01.2022 - 31 Wx 399/18, Rn. 60 (Stichtag Dezember 2016); v. 12.05.2020 - 31 Wx 361/18, Rn. 66 ff. (Stichtag März 2016); OLG Stuttgart, Beschl. v. 31.03.2021 - 20 W 8/20, Rn. 64 (Stichtag 31.05.2016); v. 04.05.2020 - 20 W 3/19, Rn. 65 (Stichtag 8.06.2016); OLG Frankfurt, Beschl. v. 27.08.2020 - 21 W 59/19, Rn. 46 (Stichtag Juni 2017), jeweils juris).

Nach alledem ist der Mittelwert von 5,5 % im Rahmen einer Schätzung, die sich zwischen einer Vielzahl unterschiedlicher Werte zu bewegen hat, auch bezogen auf den vorliegenden Bewertungsstichtag 30.04.2017 nicht zu beanstanden.

3.3.2. Die in der Beschwerdeinstanz nur noch von dem beschwerdeführenden Antragssteller zu 8) pauschal erhobene Einwendung, der Betafaktor sei überhöht, bleibt ebenfalls ohne Erfolg.

Der Betafaktor dient dazu, das künftige, den finanziellen Überschüssen des Bewertungsobjekts inhärente systematische Risiko abzubilden, indem er die Schwankungsbreite (Volatilität) des Kurses einer Aktie oder Branche im Verhältnis zum Gesamtmarkt beschreibt. In der Praxis werden Betafaktoren ganz überwiegend aus Vergangenheitsdaten berechnet und unterstellt, dass diese ein vernünftiger Schätzer für das nachhaltig zu erwartende Beta sind. Je nachdem, ob ein börsen- oder nicht-börsennotiertes Unternehmen zu bewerten ist, kann der Betafaktor anhand der historischen Börsenkursentwicklung der zu bewertenden Aktie selbst bzw. - soweit es sich um ein nicht-börsennotiertes Unternehmen handelt oder die Börsenkurse nicht aussagekräftig sind - anhand einer Peer Group oder auch auf der Grundlage allgemeiner Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Marktportfolio geschätzt werden (st. Rspr., vgl. nur Senat, Beschl. v. 18.03.2024 – I-26 W 13/20 (AktE), Rn. 76; v. 24.09.2020 - I-26 W 5/16 (AktE), Rn. 82; v. 21.02.2019 - I-26 W 5/18 (AktE), Rn. 67; jeweils juris).

Nach Maßgabe dessen hat die Bewertungsgutachterin den Betafaktor vorliegend zu Recht anhand des Betafaktors einer Peer Group anstelle des unternehmenseigenen Betafaktors der KD AG abgeleitet, da für letzteren statistisch signifikante Werte nicht vorliegen (Bewertungsgutachten S. 56, Prüfbericht S. 39 f.).

Durchgreifende Bedenken gegen die Zusammensetzung der im Bewertungsgutachten (dort S. 58 f.) dargestellten Peer Group bestehen nicht. Für die Ermittlung der Peer Group hat die Bewertungsgutachterin in einem ersten Schritt die wesentlichen Tätigkeitsfelder und Einflussfaktoren für die KD AG analysiert. Als Anbieter von Vergnügungs- und Linienfahrten auf Rhein, Main und Mosel, der darüber hinaus in geringem Maße Bereederungs-Service für Flusskreuzfahrtschiffe anbietet, ist die KD AG ganz wesentlich dem systematischen Risiko der Entwicklung des Tourismus bzw. des Touristenaufkommens insbesondere auch im Hinblick auf den Tages- und Eventtourismus ausgesetzt. Darüber hinaus spielen witterungsbedingte Einflüsse eine wesentliche Rolle bei der Entwicklung der Fahrgastzahlen. Weiteres Risiko ist die Abhängigkeit von der Entwicklung des Erdölpreises (Brennstoffkosten als wesentliche Aufwandsposition). Bei der Identifikation mög-

licher Vergleichsunternehmen ließen sich Unternehmen, die im relevanten Zeitraum börsennotiert waren und ein unmittelbar vergleichbares Geschäftsmodell aufwiesen, nicht feststellen, da es sich bei den unmittelbaren Wettbewerbern der KD AG ausschließlich um mittelständische, nicht börsennotierte Unternehmen handelt. Von daher hat die Bewertungsgutachterin in einem zweiten Schritt anhand der ermittelten systematischen Risiken in einer Long List eine Gruppe potenzieller börsennotierter Vergleichsunternehmen identifiziert, welche in vergleichbaren Tätigkeitsfeldern wie die KD AG aktiv sind und/oder vergleichbaren Umwelt- und Geschäftsrisiken unterliegen. Dabei handelt es sich im Wesentlichen um Unternehmen, deren Erfolg von der Entwicklung des Tourismus, des Freizeitverhaltens bzw. der Klimaentwicklung abhängig ist. Diese Long List hat sie über Einzelanalysen zu einer so genannten Short List verdichtet.

Dass die Bewertungsgutachterin - mit Ausnahme der TUI AG - dabei ausschließlich ausländische Vergleichsunternehmen in den Blick genommen hat, begegnet keinen Bedenken. Bei der Bildung einer Peer Group kann auf ausländische Vergleichsunternehmen zurückgegriffen werden (Senat, Beschl. v. 28.11.2022 - I-26 W 4/21 (AktE), juris Rn. 164; v. 13.09.2021 - I-26 W 1/19 (AktE), juris Rn. 75; v. 11.05.2020 - I-26 W 14/17 (AktE), BeckRS 2020, 28412 Rn. 54; v. 27.05.2009 - I-26 W 5/07 (AktE), WM 2009, 2220 ff., juris Rn. 120; OLG Frankfurt, Beschl. v. 26.01.2017 - 21 W 75/15, AG 2017, 790 ff., juris Rn. 81; van Rossum, aaO, § 305 Rn. 170; jew. mwN).

Auf Basis der Betafaktoren der insgesamt neun Vergleichsunternehmen (zwei Jahre/wöchentlich - fünf Jahre/monatlich, jeweils ermittelt gegen die lokalen Indizes) hat die Bewertungsgutachterin einen unverschuldeten Betafaktor von rd. 0,75 abgeleitet und im Rahmen der Ertragswertberechnung diesen periodenspezifisch anhand des Verschuldensgrades und unter Berücksichtigung des aus Anleihenrenditen und Basiszinssatz abgeleiteten Debt Beta wieder angepasst (Bewertungsgutachten S. 60 f.).

Die sachverständige Prüferin hat eigene Analysen zur Ableitung des Betafaktors anhand einer möglichen Peer Group auf Basis der Daten des Informationsdienstes Bloomberg vorgenommen. Hierbei hat sie die von der Bewertungsgutachterin verwendete Gruppe von Vergleichsunternehmen grundsätzlich als geeignet angesehen, wobei ihre Recherchen und Analysen insgesamt sieben der neun Unternehmen bestätigt haben. Zwei der von der Bewertungsgutachterin einbezogenen Unternehmen -TUI AG und H.I.S. Co. Ltd.

- seien zwar grundsätzlich geeignet, um die operativen Risiken der KD AG abzubilden. Weil deren Betafaktoren in den von ihr in den Blick genommenen Betrachtungszeiträumen indessen starke Schwankungen und teilweise keine statistische Signifikanz aufwiesen, hat sie diese jedoch nicht weiter berücksichtigt. Stattdessen hat sie auf der Grundlage ihrer Analysen die Unternehmen Thomas Cook Group plc und Euro Disney SCA identifiziert, die sie hinsichtlich der operativen Risiken als vergleichbar erachtet. Die von der sachverständigen Prüferin identifizierten Vergleichsunternehmen sind im Prüfbericht (dort S. 42) im Einzelnen dargestellt. Den Peer Group-Betafaktor hat sie anhand von Beobachtungszeiträumen von zwei bis fünf Jahren (wöchentlich und monatlich) in einer Bandbreite zwischen 0,77 und 0,83 ermittelt. Da der von der Bewertungsgutachterin mit 0,75 unverschuldete Betafaktor - den Antragstellern günstig - unterhalb der Bandbreite der von ihr im Durchschnitt ermittelten Betafaktoren lag, hat sie insoweit keinen Anlass zur Beanstandung gesehen (Prüfbericht S. 42 f.; erg. Stellungnahme svP Rn. 128 ff.).

3.4. Ebenfalls keine Bedenken bestehen entgegen der Rügen einiger beschwerdeführender Antragsteller gegen den Wachstumsabschlag, den die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin übereinstimmend mit 0,75 % als angemessen angesehen haben.

Dieser bewegt sich im Rahmen der üblichen Spanne. Der Wachstumsabschlag hängt vom Einzelfall ab, wobei Wachstumsabschläge zwischen 0,5 % und 2 % als üblich angesehen werden (van Rossum, aaO, § 305 Rn. 176). Entscheidend ist, ob und in welcher Weise das konkrete Unternehmen aufgrund der Unternehmensplanung und der Erwartungen an die Marktentwicklung und die Inflation in der Lage sein wird, nachhaltige Wachstumserwartungen zu erfüllen; die Geldentwertungsrate kann dabei nur ein erster Anhaltspunkt sein (vgl. nur Senat, Beschl. v. 18.03.2024 - I-26 W 13/20 (AktE), Rn. 80; v. 28.11.2022 - I-26 W 4/21 (AktE), Rn. 172; v. 25.02.2020 - I-26 W 7/18 (AktE), Rn. 78; juris mwN). Auf die von den beschwerdeführenden Antragstellern angeführten Untersuchungen und Erhebungen zum generellen Gewinnwachstum von Unternehmen in der Vergangenheit und zur Inflationsrate kommt es danach nicht entscheidend an. Die Bewertungsgutachterin hat nach eingehender Analyse der Wachstumsaussichten in dem für die KD AG relevanten Markt wie auch der Wettbewerbsposition der Gesellschaft ihren Ansatz des Wachstumsabschlags - von der sachverständigen Prüferin bestätigt - plausibel damit begründet, dass von einem höheren nachhaltigen Wachstum nicht ausgegan-

gen werden könne (Bewertungsgutachten S. 9 ff., 61 ff.; Prüfbericht S. 43 f.). Dabei hat die Bewertungsgutachterin zum einen berücksichtigt, dass die KD AG zwar eine gute Wettbewerbsposition innehat, die Kunden aber sensitiv auf Preiserhöhungen reagieren. Zum anderen hat sie in den Blick genommen, dass die KD AG mit ihrem Produktangebot in einem freizeitorientierten Umfeld tätig ist, das durch innovative Entwicklungen gekennzeichnet ist, so dass schon von daher in Zukunft mit einem weiter steigenden Wettbewerb um Kunden bei attraktiven Freizeitangeboten zu rechnen ist. In Anbetracht dessen ist die Bewertungsgutachterin plausibel zu der Einschätzung gelangt, dass die KD AG zwar nachhaltig in der Lage sein werde, Effekte der allgemeinen Preissteigerung zumindest teilweise an ihre Kunden weiterzugeben, das Ausmaß der Überwälzbarkeit von Kostensteigerungen - insbesondere bei steigenden Brennstoffkosten - aber begrenzt ist (Bewertungsgutachten S. 63). Die sachverständige Prüferin hat dies bestätigt und ergänzend betont, dass die KD AG hauptsächlich in Deutschland und schon von daher auf einem Markt tätig ist, dessen Wachstumsaussichten begrenzt sind. Auch wenn sie im Segment Tagesausflugsschiffahrt - abhängig vom Standort und der Wettbewerbsintensität der befahrenen Strecke - zum Teil Marktführer sei, müsse berücksichtigt werden, dass sich diese Branche durch ein intensives, stark umkämpftes Wettbewerbsumfeld mit einer entsprechenden Preissensitivität auszeichne. Die Wettbewerbssituation sei von einem aggressiven Preiskampf und einer flexiblen Reaktion des Angebots auf die Nachfrage gekennzeichnet. So führen Konkurrenten etwa nicht strikt nach Fahrplan, sondern reagieren anpassungsfähig auf Wetter und Kundenwünsche. Auch im Bereich der Gewinnung ausländischer Reiseveranstalter sei die Konkurrenz hoch, so dass die KD AG Qualitäts- und Serviceakzente setzen müsse, um bestehen zu können. Im Bereich der Charterfahrten seien Konkurrenten aus den Niederlanden starke Wettbewerber, deren Schiffe teilweise gegenüber der KD AG Wettbewerbsvorteile hätten, weil sie - anders als deren multifunktionale Schiffe - reine Eventschiffe mit etwa hochwertigem Mobiliar seien. Von daher könnte weiteres wesentliches Wachstum lediglich durch Erweiterungsinvestitionen erzielt werden. Dies und die damit einhergehenden Finanzierungsanforderungen sehe das zum maßgeblichen Bewertungsstichtag bestehende Unternehmenskonzept indessen nicht vor (Prüfbericht S. 22 f., 44).

Zu Recht weist die Antragsgegnerin überdies darauf hin, dass - entgegen der Einschätzung einzelner Antragsteller - mit dem Wachstumsabschlag von 0,75 % auch der Unternehmensplanung einschließlich des geplanten Wertbeitrags aus Thesaurierung Rech-

nung getragen wird. Damit wird unterstellt, dass die entziehbaren Überschüsse unter Berücksichtigung der Entwicklung der Erträge und Kosten nachhaltig um 0,75 % wachsen werden. Der Einwand, ein Wachstum unter der jährlich zu erwartenden Inflationsrate sei widersprüchlich und führe zwangsläufig zu einer „Schrumpfung“ des Unternehmens, greift nicht durch, wie der Senat bereits mehrfach entschieden hat (vgl. etwa Senat, Beschl. v. 20.04.2023 - I-26 W 8/20 (AktE), juris Rn. 45; v. 06.04.2017 - I-26 W 10/15 (AktE), juris Rn. 50).

4. Bei dieser Sachlage ist für die von einigen beschwerdeführenden Antragstellern geforderte weitere Aufklärung kein Raum.

Nach der gesetzlichen Vorgabe in § 8 Abs. 2 SpruchG wird – wie der Senat schon wiederholt betont hat - die volle Entschädigung der außenstehenden Aktionäre vorrangig dadurch sichergestellt, dass die Strukturmaßnahme von dem sachverständigen Prüfer geprüft wird, der sich insbesondere dazu zu erklären hat, ob die gewährte Kompensation angemessen ist. Dadurch sollen nachfolgende Spruchverfahren entlastet und zeit- und kostenaufwändige "flächendeckende" Gesamtgutachten von Sachverständigen vermieden werden. Der Schutz der Minderheitsaktionäre gebietet es grundsätzlich nicht, im Spruchverfahren neben dem sachverständigen Prüfer einen weiteren gerichtlichen Sachverständigen hinzuzuziehen (st. Rspr. vgl. nur: BGH, Beschl. v. 21.02.2023 – II ZB 12/21, aaO Rn 31; Senat, Beschl. v. 28.11.2022 - I-26 W 4/21 (AktE), juris Rn. 65; v. 09.05.2022 - I-26 W 3/21 (AktE), juris Rn. 30; OLG Zweibrücken, Beschl. v. 02.10.2017 - 9 W 3/14, AG 2018, 200 ff., juris Rn. 18; OLG Stuttgart, Beschl. v. 05.06.2013 - 20 W 6/10, juris Rn. 148 ff.). Ein gerichtliches Sachverständigengutachten ist - auch mit Blick auf den in § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatz - nur dann einzuholen, wenn gleichwohl noch weiterer Aufklärungsbedarf besteht und durch das Sachverständigengutachten weitere Klärung zu erwarten ist (st. Rspr., vgl. nur BGH, Beschl. v. 21.02.2023, aaO; Senat, Beschl. v. 28.11.2022, aaO; v. 09.05.2022, aaO; jew. mwN).

Nach diesen Maßstäben sind das Bewertungsgutachten, der Prüfbericht sowie die ergänzenden schriftlichen Ausführungen der mit dem Prüfbericht befassten Wirtschaftsprüfer eine ausreichende Grundlage für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswerts. Insbesondere hat sich die sachverständige Prüferin in ihrer 36 Seiten umfassenden Stellungnahme ausführlich mit sämtlichen im Spruchverfahren geltend gemachten Einwän-

den gegen die Ertragswertermittlung, aber auch den Börsenwert auseinandergesetzt. Auf dieser Erkenntnisgrundlage ist es nicht geboten, noch eine zeit- und kostenintensive Neubewertung des Unternehmens zu veranlassen oder ein Sachverständigengutachten zu den Einwänden insbesondere gegen die Ertragswertermittlung einzuholen. Weder besteht weiterer Aufklärungsbedarf, noch vermag das Vorbringen der Antragsteller - auch unter Berücksichtigung ihres Vorbringens im Beschwerdeverfahren - die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung in Zweifel zu ziehen. Letztere liegt deutlich über dem ermittelten anteiligen Ertragswert iHv 3,51 €/Aktie und knüpft mit der Einbeziehung des regulierten Markts und des Freiverkehrs den Antragstellern günstig an den so ermittelten Durchschnittskurs der KD AG-Aktie im Drei-Monats-Zeitraum vor der Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens iHv 9,70 € an.

### III.

Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung ist nicht veranlasst. Die Entscheidung des Senats beruht im Wesentlichen auf der Würdigung (bewertungs-)rechtlicher Fragestellungen und Sachverhalte, die bereits erstinstanzlich zwischen den Verfahrensbeteiligten ausführlich thematisiert wurden.

Die Entscheidung über die Kosten folgt aus § 15 SpruchG. Die im Beschwerdeverfahren entstandenen Gerichtskosten einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters hat die Antragsgegnerin zu tragen (§ 15 Abs. 1 SpruchG). Sie ganz oder teilweise aus Billigkeitsgründen den beschwerdeführenden Antragstellern aufzuerlegen, ist nicht veranlasst. Gleichzeitig entspricht es angesichts des Verfahrensausgangs nicht der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller im Beschwerdeverfahren trägt (§ 15 Abs. 2 SpruchG), weil deren Rechtsmittel erfolglos geblieben sind.

Die Festsetzung des Geschäftswerts für das Beschwerdeverfahren beruht auf § 74 Abs. 1 S. 1 GNotKG.

Der Vertreter der ausgeschiedenen Aktionäre kann gemäß § 6 Abs. 2 SpruchG von der Antragsgegnerin in entsprechender Anwendung des Rechtsanwaltsvergütungsgesetzes den Ersatz seiner Auslagen und eine Vergütung für seine Tätigkeit verlangen. Der Geschäftswert gilt nach § 6 Abs. 2 S. 3 SpruchG auch für die Bemessung seiner Vergütung.



Die Rechtsbeschwerde war nicht zuzulassen, da die Voraussetzungen des § 70 Abs. 2 FamFG nicht vorliegen. Weder hat die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung noch erfordert die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Bundesgerichtshofs. Dies gilt insbesondere für die – nicht entscheidungserhebliche – Frage, ob bei der Ermittlung des Börsenkurses als Untergrenze einer angemessenen Barabfindung auch im Freiverkehr festgestellte Preise einzubeziehen sind, wie auch die Frage, ob der nur geringfügig überschrittene Zeitraum von sechs Monaten zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung die Hochrechnung des Börsenkurses gebietet.

Die Entscheidung ist daher rechtskräftig.