

letzte Aktualisierung: 08.10.2020

OLG Düsseldorf, Beschl. v. 25.2.2020 – 26 W 7/18

AktG §§ 305, 327a, 327b, 327c Abs. 2

Schätzung des Unternehmenswertes bei gutachterlicher Anpassung der Unternehmensplanung

1. Gutachterliche Anpassungen der Unternehmensplanung können der gerichtlichen Schätzung des Unternehmenswerts zu Grunde zu legen sein, wenn die Ausgangsplanung unplausibel ist.
2. Die Plausibilität der Planung ist insbesondere dann zu überprüfen, wenn die Planung auf einem gegenüber dem tatsächlichen Ist-Ergebnis deutlich schlechteren – hier: nahezu zeitgleich mit der Ankündigung der Strukturmaßnahme erstellten – Forecast basiert, und die Planungsverantwortlichen gleichwohl auf eine Aktualisierung verzichten.
3. Die Unternehmensplanung – hier: der EBIT-Marge und der zu kapitalisierenden Ergebnisse – kann sich als unplausibel erweisen, 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.

Oberlandesgericht Düsseldorf, 26 W 7/18 [AktE]

Datum: 25.02.2020
Gericht: Oberlandesgericht Düsseldorf
Spruchkörper: 26. Zivilsenat
Entscheidungsart: Beschluss
Aktenzeichen: 26 W 7/18 [AktE]
ECLI: ECLI:DE:OLGD:2020:0225.26W7.18AKTE.00

Vorinstanz: Landgericht Dortmund, 18 O 106/10 [AktE]

Leitsätze: I-26 W 7/18 [AktE]

18 O 106/10 [AktE]

LG Dortmund

§ 12 Abs. 1 SpruchG

§§ 327a, 327b AktG

Leitsätze:

Gutachterliche Anpassungen der Unternehmensplanung können der gerichtlichen Schätzung des Unternehmenswerts zu Grunde zu legen sein, wenn die Ausgangsplanung unplausibel ist.

Die Plausibilität der Planung ist insbesondere dann zu überprüfen, wenn die Planung auf einem gegenüber dem tatsächlichen Ist-Ergebnis deutlich schlechteren – hier: nahezu zeitgleich mit der Ankündigung der Strukturmaßnahme erstellten – Forecast basiert, und die Planungsverantwortlichen gleichwohl auf eine Aktualisierung verzichten.

Die Unternehmensplanung – hier: der EBIT-Marge und der zu kapitalisierenden Ergebnisse – kann sich als unplausibel erweisen, 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.

Rechtskraft: rechtskräftig

Tenor: Die Beschwerden der Antragsgegnerin vom 6.10.2017 sowie der Antragsteller zu 73) und 74) vom 22.09.2017, der Antragsteller zu 75) und 76) vom 23.09.2017, der Antragstellerinnen zu 14), 15), 23), 24) und der Antragsteller zu 16), 17) und 26) vom 6.10.2017 sowie der Antragstellerin zu 60) und des Antragstellers zu 61) vom 11.10.2017 gegen den Beschluss der IV. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Dortmund vom 25.08.2017 – 18 O 106/10 (AktE) – in Verbindung mit dem Nichtabhilfebeschluss vom 19.02.2018 werden zurückgewiesen.

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

Der Geschäftswert für das Beschwerdeverfahren wird auf 1.182.243 € festgesetzt.

-
- I.** 1
- Das Spruchverfahren betrifft die in der Hauptversammlung der C. AG („C.“) vom 11.05.2010 beschlossene Übertragung der Aktien von Minderheitsaktionären auf die Antragsgegnerin gegen Gewährung einer Barabfindung (sog. Squeeze-out). 2
- Die C. ist die Management-Holding der C.-Gruppe, deren Unternehmen Badmöbel, ganzheitliche Raumkonzepte, Spiegelschränke und Mineralgussprodukte im Premiumbereich herstellen und vertreiben. Das Unternehmen wurde im Jahr 1946 gegründet. Im Jahr 1966 wurde die Grundsatzentscheidung zur Produktion von Badmöbeln getroffen und ein Möbelkonzept zur Ausstattung von Badezimmern entwickelt. Im Laufe der Jahre baute die Gesellschaft ihre Position aus, etablierte sich im Markt für Badmöbel und expandierte durch Akquisitionen. Zum Bewertungsstichtag hielt sie Beteiligungen in Deutschland, Frankreich, den Niederlanden, Belgien und den USA. Der Vertrieb der Produkte in Deutschland erfolgt ausschließlich über den traditionellen, dreistufigen Sanitärvertriebsweg beim Fachhändler. Die Gesellschaft stellt dafür ihre Produkte in sog. Showrooms aus. Auf den weiteren Vertriebswegen für Badezimmermöbel (Möbelhäuser und Baumärkte) ist sie nicht vertreten, auch der Direktvertrieb wird von ihr nicht durchgeführt. Das Produktspektrum ist in die Segmente „C.“, „Private Label“ und „Projektgeschäft“ unterteilt. 3
- Die Antragsgegnerin ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft nach türkischem Recht mit Sitz in Istanbul, Türkei. Ihr Geschäftsbetrieb umfasst die Herstellung von Sanitärkeramik, Zubehörprodukten sowie von Badmöbeln und Armaturen. Ihre wesentlichen Exportmärkte im Geschäftsjahr 2009 waren mit 29,5 % Deutschland, gefolgt von Großbritannien und den USA. 4
- Bis zum Ende des Jahres 2008 erhöhte die Antragsgegnerin ihren Anteil am Grundkapital der C. aufgrund eines im April 2008 angekündigten und im Juni 2008 veröffentlichten freiwilligen Übernahmeangebots zum Preis von **20,12 €** je Stückaktie auf 90,46 %, nachdem sie bereits zuvor von deren seinerzeitiger Mehrheitsaktionärin, der S. Beteiligungs- und Vermögensverwaltungsgesellschaft mbH, den Großteil ihrer Aktien erworben hatte. Im Drei-Monatszeitraum vor Bekanntgabe der Entscheidung, ein Übernahmeangebot abzugeben, hatte der volumengewichtete durchschnittliche Börsenkurs bei **14,96 €** je Aktie gelegen. In der Folgezeit erwarb die Antragsgegnerin 5

weitere Anteile, so dass ihr Anteil am Grundkapital schließlich 95 % betrug. Mit Schreiben vom 19.10.2009 forderte sie den Vorstand der C. dazu auf, ihr gegen Gewährung einer Barabfindung die Aktien der Minderheitsaktionäre zu übertragen; mit Schreiben vom 30.03.2010 gab sie die von ihr festgelegte Barabfindung mit **19,67 € je Stückaktie** bekannt. Dem stimmte die Hauptversammlung der C. am 11.05.2010 zu.

Der im Übertragungsbeschluss mit 19,67 € je Stückaktie festgelegten Kompensationsleistung liegt eine seitens der G. GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft („G.“) erstattete Unternehmensbewertung vom 29.03.2010 zugrunde, in der die Barabfindung anhand des - als Wertuntergrenze herangezogenen - Drei-Monats-Durchschnittskurses vor Bekanntgabe des beabsichtigten Squeeze-out (19.07.2009 bis 18.10.2009) bestimmt wird.

6

Den anhand des Ertragswertverfahrens auf der Basis des Bewertungsstandards IDW S1 2008 ermittelten Unternehmenswert hat die Bewertungsgutachterin mit 68.092 T €, den daraus resultierenden Wert pro Stückaktie mit lediglich **19,34 €** ermittelt und daher nicht für maßgeblich erachtet. Die Bewertung erfolgte nach der Phasenmethode auf der Basis von zwei Planungsphasen, nämlich der Detailplanungsphase (Jahre 2010 bis 2012) und der Phase der ewigen Rente (Jahre 2013 ff.). Die zu kapitalisierenden Ergebnisse der ersten Phase hat die Bewertungsgutachterin – mit bewertungstechnischen Anpassungen – basierend auf der unternehmenseigenen Planung ermittelt, die - u.a. aufsetzend auf dem im Oktober 2009 erstellten Forecast - die Ergebnisplanung der C. sowie sämtlicher Tochtergesellschaften für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012 umfasste und vom Aufsichtsrat am 21.12.2009 verabschiedet worden ist.

7

In ihrem Forecast hatten die Planungsverantwortlichen - mit einer Gesamtleistung von 79.427 T€ und einem EBIT von 6.495 T€ - ein (deutlich) schlechteres Ergebnis für das Jahr 2009 als für das Vorjahr angenommen (2008: Gesamtleistung 79.703 T€; EBIT: 8.678 T€). Darauf aufbauend ging die Gesellschaft sowohl für die Detailplanungsphase von deutlich niedrigeren EBIT-Margen und zu kapitalisierenden Ergebnissen als in den Vorjahren aus (vor Bereinigungen der Bewertungsgutachterin: konstant **8,0 %**), die sie insbesondere mit der Notwendigkeit zu einer Änderung ihres Produktmixes und der daraus folgenden Verschiebung von Umsatzerlösen aus dem Premiumsegment zu Erlösen aus niedrigeren Preissegmenten begründete.

8

Der zum Ende des Jahres 2009 erstellte Konzernabschluss wies dagegen eine - gegenüber der Vorjahresplanung 2008 um 1,8 % höhere - Gesamtleistung von 79.480 T€, ein - gegenüber der Vorjahresplanung 2008 um 1,4 % höheres - EBIT von 7.204 T€ und eine - gegenüber dem Vorjahr 2008 deutlich (um 1,0 %) gesteigerte - EBIT-Marge von **9,7 %** auf. In den Vorjahren hatte die Gesellschaft bereinigte EBIT-Margen von **8,6 %** (2007) bzw. **8,7 %** (2008) erzielt (BGA Tz. 168). Eine Aktualisierung der Planung angesichts des im Konzernabschluss 2009 festgestellten – gegenüber dem Forecast höheren – Ist-Ergebnisses wurde nicht vorgenommen.

9

Den Basiszins hat die Bewertungsgutachterin anhand der Svensson-Methode mit 4 % vor bzw. 2,945 % nach Steuern angesetzt, den Risikozuschlag als Produkt aus Marktrisikoprämie (4,5 % nach persönlichen Steuern) und Betafaktor (0,7 unlevered) gebildet, wobei auf die Betafaktoren einer Peer Group zurückgegriffen wurde. Der Wachstumsabschlag wurde mit 1 % angesetzt. Im Ergebnis errechneten sich für die Detailplanungsphase Risikozuschläge zwischen 3,3 % und 3,44 % bzw. Kapitalisierungszinssätze zwischen 6,25 % und 6,39 %. Für die Phase der ewigen Rente wurde der um den Wachstumsabschlag geminderte Kapitalisierungszinssatz mit 5,4 % angesetzt.

10

Die vom Landgericht zur sachverständigen Prüferin gemäß § 327c Abs. 2 AktG bestellte

11

Wirtschaftsprüferin und Steuerberaterin J., Kanzlei N. GmbH
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, hat die Angemessenheit der Barabfindung mit Prüfbericht vom 30.03.2010 bestätigt.

Zum Bewertungsstichtag betrug das Grundkapital 10.560.000 € und war eingeteilt in 12
3.520.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil von 3,00 €
am Grundkapital, die an der Frankfurter Wertpapierbörse (Prime Standard) und der Börse
Düsseldorf notiert waren. Hauptaktionärin war die Antragsgegnerin mit einem Anteil von
rd. 95,02 % (rd. 3.344.593 Stückaktien). Die restlichen rd. 175.407 Stückaktien (4,98 %)
befanden sich im Streubesitz.

Die Antragsteller haben die Barabfindung für zu gering gehalten. Unter anderem haben 13
sie gerügt, die der Bewertung zugrunde gelegte Planung sei zu konservativ. Der Basiszins,
der Risikozuschlag und dessen Parameter Marktrisikoprämie und Betafaktor seien zu
hoch, der Wachstumsabschlag sei zu niedrig angesetzt worden. Es sei keine
wachstumsbedingte Thesaurierung anzusetzen.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre haben 14
beantragt,

eine angemessene Barabfindung festzusetzen. 15

Die Antragsgegnerin hat beantragt, 16

die Anträge zurückzuweisen. 17

Sie hat gemeint, die Barabfindung sei angemessen. 18

Das Landgericht hat den Sachverständigen Dr. H. mit einer Neubewertung beauftragt und 19
ihm aufgegeben, zu den von den Antragstellern vorgetragenen Bewertungsrügen Stellung
zu nehmen.

In seinem Gutachten vom 28.07.2016 hat der Sachverständige den Unternehmenswert mit 20
92.952 T€ und den daraus resultierenden Wert je Stückaktie mit **26,41 €** ermittelt. Die von
der Bewertungsgutachterin herangezogenen Kapitalisierungszinssätze einschließlich der
einzelnen Kapitalisierungsparameter, den Wachstumsabschlag sowie die Annahmen zur
wachstumsbedingten Thesaurierung hat er für sachgerecht erachtet. Jedoch hat er die in
der Planungsrechnung angesetzten zu kapitalisierenden Ergebnisse für den
Detailplanungszeitraum als zu konservativ eingestuft, da das Ist-Ergebnis des Jahres 2009
gegenüber dem Forecast deutlich besser ausgefallen sei, die Planungen der
Vergangenheitsjahre 2006 bis 2008 stets deutliche Ergebnissteigerungen im
Detailplanungszeitraum vorgesehen hätten, und Analystenschätzungen für die (von ihm
betrachteten) Vergleichsunternehmen nach dem Zeitraum der akuten Finanzmarktkrise im
Durchschnitt einen Anstieg der EBIT-Margen vorsähen. Auch die ihm vorgelegte
Dokumentation sei „nicht belastbar genug“, um die Planung als vertretbar erscheinen zu
lassen. Die zur Begründung für den Margenrückgang angeführten „qualitativen Faktoren“
ließen sich nicht mit der Vergangenheit der Gesellschaft, den ihm vorliegenden
Marktstudien, den von den Analysten publizierten Entwicklungen der
Vergleichsunternehmen oder detaillierten – auf nachprüfbar extern abgeleiteten
Prämissen beruhenden – Berechnungen des Managements abstimmen; so fänden sich in
den ihm vorgelegten Arbeitspapieren z.B. keine Belege für die damalige Erwartung
steigender Öl- und Holzpreise oder für den im Bewertungsgutachten dargestellten
Investitionsstau. Vor diesem Hintergrund sei auch die Planung für das Jahr 2012 nicht
geeignet zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses, da sich die Gesellschaft am Ende
des Planungszeitraums noch nicht in einem eingeschwungenen Zustand befinde

(Gutachten Tz. 183, 341). Die in der Wertermittlung G. zugrunde gelegten EBIT-Margen hat der Sachverständige durch eigene Annahmen ersetzt. Zudem hat er eine Konvergenzphase für die Geschäftsjahre 2013 bis 2015 eingefügt und die Ergebnisse der Terminal Value-Phase (Geschäftsjahre 2016 ff.) angepasst, da für die C. Potenzial für weiteres wertsteigerndes Wachstum bestehe, das in der Ausgangsbewertung durch die nachhaltige Wachstumsrate von 1 % nicht vollumfänglich erfasst werde. In einer zu Plausibilisierungszwecken durchgeführten Multiplikatorenbewertung hat der Sachverständige keinen Anhaltspunkt gesehen, der gegen den von ihm ermittelten Unternehmenswert sprechen würde.

Gegen das Gutachten hat insbesondere die Antragsgegnerin Einwendungen erhoben. Sie hat im Wesentlichen gerügt, der Sachverständige habe unzulässigerweise sein Planungsermessen an Stelle des der Geschäftsführung gesetzt und deren Gründe für die Änderung der Planung ab dem Jahr 2009, die im Bewertungsgutachten (dort Tz. 57 ff.) ausführlich dargestellt seien, ignoriert. Danach seien verstärkt auch Keramikhersteller in den Badmöbelbereich gedrängt, so dass aus Sicht des Stichtags mit einem erhöhten Wettbewerb zu rechnen gewesen sei. Der in der Vergangenheit von der C. bediente „Nischenmarkt“ habe nur begrenzte Wachstumsmöglichkeiten geboten. Auf dem Badmöbelsektor seien zunehmend Produkte aus einem niedrigeren Preissegment gewünscht worden, weshalb die Unternehmensleitung eine Änderung in ihrem Produktmix für notwendig gehalten habe, um ihre Marktposition und Marktanteile weiterhin halten zu können. Die Gesellschaft habe es für geboten erachtet, in Zukunft neue Produktlinien für das mittlere Preissegment zu entwickeln, wobei die Marge im Vergleich zum Premiumsegment schlechter ausfalle. Vor dem Hintergrund des Preisdrucks, dem sich die Gesellschaft zukünftig ausgesetzt gesehen habe sowie des Risikos, Marktanteile an Wettbewerber zu verlieren und möglichen Reinvestitionskosten sei die nachhaltige EBIT-Marge für die Jahre 2013 ff. als hoch einzuschätzen, wie insbesondere der Vergleich mit börsennotierten Wettbewerbern zeige. Überdies sei das Ergebnis für die Monate Januar und Februar 2010 im Vergleich zum Budget – insbesondere aufgrund eines unerwarteten Auftragseinbruchs in Frankreich – deutlich schlechter ausgefallen. Der gegenüber der Vorhersage für das Geschäftsjahr 2009 günstigere Ist-Verlauf des Jahres 2009 könne keine Korrektur der Planung rechtfertigen; er betreffe allenfalls die Entwicklung im Detailplanungszeitraum und nicht die Plan-Marge in der ewigen Rente.

Der geplante Margenrückgang sei in Anbetracht der bis zur Planänderung im Jahr 2009 nicht eingehaltenen Planungstreue plausibel, wie der Vergleich der nach den Planungen der Jahre 2006 bis 2008 vorgesehenen Planmargen mit den Ist-Margen der jeweiligen Planjahre (Bl. 2048) zeige. Dass die Beschneidung der Planung auf ein realistisches Maß richtig gewesen sei, werde durch die Ist-Entwicklung der EBIT-Margen in den Jahren 2009 bis 2014 (Bl. 2049) bestätigt.

Die Heranziehung der für die Ermittlung des Betafaktors gebildeten Peer Group zur Plausibilisierung der Ergebnisplanung des zu bewertenden Unternehmens sei abwegig. Überdies habe der Sachverständige die Gruppe der Vergleichsunternehmen in ihrer Zusammensetzung – willkürlich – geändert und die „Vergleichsmarge“ durch Einbeziehung nicht vergleichbarer Unternehmen „künstlich aufgebläht“; bei Betrachtung der zur Ableitung des Betafaktors herangezogenen Vergleichsunternehmen zeige sich, dass Analysten für diese im Durchschnitt fallende EBIT-Margen erwartet hätten. Hierfür hat die Antragsgegnerin Beweis angetreten durch Vernehmung des für die Bewertungsgutachterin tätigen Wirtschaftsprüfers L. sowie durch Einholung von Sachverständigengutachten (Bl. 2044, 2045). Der von dem Sachverständigen ermittelte Ertragswert sei unplausibel.

Im Anhörungstermin vom 8.06.2017 hat der Sachverständige zu den Einwendungen Stellung genommen und sein Gutachten mündlich erläutert. Wegen der weiteren

Einzelheiten wird auf das Sachverständigengutachten vom 28.07.2016 und das Sitzungsprotokoll vom 8.06.2017 (Bl. 2128 ff.) verwiesen.

Mit Beschluss vom 25.08.2017 hat das Landgericht die von der Antragsgegnerin zu zahlende Barabfindung – der Wertermittlung des Sachverständigen folgend – auf 26,41 € je Aktie festgesetzt. 25

Zur Begründung hat die Kammer im Wesentlichen ausgeführt, der Bewertung seien - anstelle der Unternehmensplanung – die durch den Sachverständigen angepassten Ergebnisse zugrunde zu legen. Der Sachverständige habe die Planung zu Recht angepasst, da diese nicht auf realistischen Annahmen aufbaue und in sich widersprüchlich sei. Die Plausibilität der Planung bzw. die auf sie bezogenen Erläuterungen seien nicht überprüfbar, da die Antragsgegnerin keine konkreten Zahlen vorgelegt habe, die ihre Planung „untermauern“ würden. Die von dem Sachverständigen korrigierten Planannahmen und – insoweit übereinstimmend mit den Vorbewertern – herangezogenen Kapitalisierungszinssätze und -parameter seien sachgerecht, wie sich aus der von dem Sachverständigen durchgeführten Multiplikatorenbetrachtung ergebe. In der Phase der ewigen Rente sei zur Aufrechterhaltung einer konstanten Kapitalstruktur der Gesellschaft eine weitere Thesaurierung ohne Wertbeitrag notwendig. Wegen der weiteren Ausführungen wird auf die Gründe des angefochtenen Beschlusses (Bl. 2149 ff.) verwiesen. 26

Hiergegen wenden sich die Antragsgegnerin und die beschwerdeführenden Antragsteller mit ihren Beschwerden, denen das Landgericht mit Beschluss vom 19.02.2018 nicht abgeholfen hat. Wegen der weiteren Ausführungen wird auf die Gründe des Beschlusses (Bl. 2282 ff.) verwiesen. 27

Die Antragsgegnerin wiederholt und vertieft ihr erstinstanzliches Vorbringen, der Sachverständige – und mit ihm das Landgericht - habe unzulässigerweise sein Planungsermessen an Stelle des der Geschäftsführung gesetzt, indem er die Planergebnisse der Gesellschaft verändert habe. Zugleich seien die Gründe der Unternehmensleitung, nämlich die Korrektur der in den Vorjahren stets zu optimistischen Planung im Sinne einer höheren Planungstreue, ignoriert worden. Das Landgericht sei unzutreffend davon ausgegangen, dass die Unternehmensplanung nicht auf realistischen Annahmen aufbaue bzw. in sich widersprüchlich sei. Dabei habe es unzulässigerweise die Darlegungs- und Beweislast im Spruchverfahren umgekehrt. Zu Unrecht habe es sich davon leiten lassen, dass der in der Planung angenommene Rückgang der EBIT-Margen mit den in der Vergangenheit durch die Gesellschaft erzielten Margen nicht vereinbar und auch in den Jahren der Finanzmarktkrise stets eine EBIT-Steigerung gelungen sei. Dass die Gesellschaft in der Vergangenheit bestimmte Margen habe erwirtschaften können, bedeute noch lange nicht, dass dies auch für die Zukunft der Fall sein müsse. Die Unternehmensleitung der C. habe für die ab 2009 weniger optimistische Planung nachvollziehbare Gründe gehabt; dass diese nicht realistisch gewesen seien, sei nicht ersichtlich. Vielmehr sei die weniger optimistische Planung ab dem Jahr 2009 plausibel gewesen, wie der schon erstinstanzlich dargelegte Vergleich der nach den Planungen der Jahre 2006 bis 2008 vorgesehenen Plan-Margen mit den Ist-Margen der jeweiligen Planjahre sowie die weitere Ist-Entwicklung der EBIT-Margen in den Jahren 2009 bis 2014 bestätigten. Zur Plausibilisierung habe der Sachverständige eine willkürlich zusammengestellte Gruppe angeblicher Vergleichsunternehmen herangezogen. Der von ihm ermittelte Ertragswert sei unplausibel. 28

Die Antragsgegnerin beantragt, 29

den landgerichtlichen Beschluss aufzuheben und die Anträge zurückzuweisen. 30

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der Minderheitsaktionäre beantragen,	31
die Beschwerde der Antragsgegnerin zurückzuweisen,	32
die beschwerdeführenden Antragsteller darüber hinaus,	33
den landgerichtlichen Beschluss aufzuheben und eine angemessene Barabfindung festzusetzen, die über dem Betrag von je 26,41 € je Stückaktie liegt.	34
Die nicht beschwerdeführenden Antragsteller und der gemeinsame Vertreter verteidigen den angefochtenen Beschluss. Sie meinen, angesichts des gegenüber dem Forecast günstigeren Ist-Ergebnisses des Jahres 2009 habe die Planung – zu ihren Gunsten - angepasst werden müssen.	35
Die beschwerdeführenden Antragsteller rügen zudem, die vom Landgericht angenommene Marktrisikoprämie sei zu hoch angesetzt. Es sei ein vom IDW unabhängiger Sachverständiger zu der Frage anzuhören, ob diese mit maximal 3 % vor Steuern anzusetzen sei und anderslautende Ergebnisse der Studie Prof. Stehles nicht entscheidend darauf zurückgingen, dass dieser von einer realitätswidrigen Haltedauer der Aktien ausgegangen sei. Der mit 1 % angesetzte Wachstumsabschlag sei zu niedrig. Dieser dürfe nicht unterhalb der nachhaltig zu erwartenden Inflationsrate angesetzt werden, da zu erwarten sei, dass Aufwendungen für Bäder und Badmöbel in Zukunft überdurchschnittlich steigen würden. Die vom Landgericht angesetzte Wachstumsthesaurierung stelle eine Doppelberücksichtigung zulasten der Minderheitsaktionäre dar.	36
Die Antragsgegnerin bittet um Zurückweisung der von den Antragstellern eingelegten Rechtsmittel.	37
Wegen des weiteren Sach- und Streitstands wird auf die gewechselten Schriftsätze und in Bezug genommenen Anlagen verwiesen.	38
<u>II.</u>	39
Die Rechtsmittel sind jeweils zulässig, insbesondere wurden sie form- und fristgerecht innerhalb der Monatsfrist des § 63 Abs. 1 FamFG i.V.m. § 17 Abs. 1 SpruchG eingelegt.	40
In der Sache bleiben sie ohne Erfolg.	41
Zu Recht hat das Landgericht – der Ertragswertermittlung des gerichtlich bestellten Sachverständigen folgend – die im Übertragungsbeschluss auf der Grundlage des als Wertuntergrenze herangezogenen Durchschnittsbörsenkurses festgelegte Barabfindung auf 26,41 € je Stückaktie erhöht. Die Rüge der Antragsgegnerin, es habe mit seiner Schätzung des Unternehmenswerts unzulässigerweise in das Planungsermessen der Unternehmensleitung der C. eingegriffen und deren Gründe für den ab dem Geschäftsjahr 2010 geplanten Rückgang der EBIT-Marge ignoriert, bleibt ohne Erfolg. Auch die Rechtsmittel der Antragsteller, die die gerichtliche Festsetzung einer noch höheren Barabfindung fordern, sind unbegründet.	42
<u>1.</u> Zutreffend ist das Landgericht bei der Bewertung von der Ertragswertmethode ausgegangen, die als eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung anerkannt (vgl. IDW S 1 2008 Tz. 7, IDW S1 2005 Tz. 16, IDW S1 2000 Tz. 16; BGH, Beschlüsse v. 12.01.2016 – II ZB 25/14 Rn. 21, BGHZ 208, 265 ff.; 29.09.2015 - II ZB 23/14 Rn. 33, BGHZ 207, 114 ff. „Stinnes“; 21.07.2003 – II ZB 17/01 Rn. 7, BGHZ 156, 57 „Ytong“; van Rossum in: MünchKomm AktG, 5. A., § 305 Rn. 117) und verfassungsrechtlich	43

unbedenklich ist (BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94 Rn. 61, BVerfGE 100, 289 ff. „Aktiengesellschaft“). Weiter ist es nicht zu beanstanden, dass das Landgericht den Unternehmenswert - im Einklang mit der Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin und des gerichtlich bestellten Sachverständigen - auf der Basis der Empfehlungen des Bewertungsstandards IDW S1 geschätzt hat. Sowohl der Standard IDW S 1 als auch die sonstigen Verlautbarungen des FAUB stellen eine anerkannte Expertenauffassung und gebräuchliche Erkenntnisquelle bei der fundamental-analytischen Ermittlung des Unternehmenswertes dar (st. Rspr., vgl. zuletzt Senat, Beschluss v. 28.10.2019 – I-26 W 3/17 (AktE) Rn. 58, WM 2019, 2319, 2323 m.w.N.).

2. Zu Recht hat das Landgericht seiner Angemessenheitsprüfung nicht die EBIT-Margen und zu kapitalisierenden Ergebnisse zugrunde gelegt, die sich aus der mit der Antragsgegnerin abgestimmten und vom Aufsichtsrat der C. am 21.12.2009 verabschiedeten Planungsrechnung ergaben, sondern für seine Schätzung des Unternehmenswerts auf die von dem Sachverständigen nachträglich angepasste Planung zurückgegriffen. Die (ausschließlich) gegen die Anpassung dem Grunde nach gerichteten Einwände der Antragsgegnerin bleiben ohne Erfolg. 44

Als Planungsgrundlage ist grundsätzlich die im Unternehmen verfügbare Unternehmensplanung zu verwenden (Vorrang der unternehmenseigenen Planung, vgl. nur Senat, Beschluss v. 28.10.2019 – I-26 W 3/17 (AktE) Rn. 45, aaO m.w.N.; van Rossum aaO § 305 Rn. 121). Aufgabe des sachverständigen Bewerter ist es, darauf basierend einen Ertragswert zu ermitteln, der sachgerecht erscheint und als solcher dem Abfindungsangebot zugrunde gelegt werden kann. Deshalb hat er Planungen des Unternehmens im Zuge der Bewertung nicht kritiklos zu übernehmen, sondern auf Plausibilität zu überprüfen (vgl. IDW S 1 2008 Tz. 68, 81 ff.; Popp/Ruthardt in: IDW, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. C Rn. 117). 45

Die einhellige Rechtsprechung geht vor dem Hintergrund, dass Planungen und Prognosen in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen sind, von einer (nur) eingeschränkten Überprüfbarkeit aus (vgl. etwa Senat, Beschlüsse v. 2.07.2018 – I-26 W 6/16 (AktE) Rn. 39, AG 2019, 884, 885; 14.12.2017 – I-26 W 8/15 (AktE) Rn. 42, AG 2018, 399, 401; OLG Frankfurt, Beschlüsse v. 20.07.2016 – 21 W 21/14 Rn. 73 f., AG 2017, 832, 835; 5.03.2012 – 21 W 11/11 Rn. 22, NZG 2012, 549 f.; OLG Stuttgart, Beschlüsse v. 21.08.2018 – 20 W 1/13 Rn. 71, AG 2019, 255, 257; 27.07.2015 – 20 W 5/14 Rn. 75, AG 2017, 493, 494; OLG München, Beschlüsse v. 3.09.2019 – 31 Wx 358/16 Rn. 34, WM 2019, 2104, 2107; 26.06.2018 – 31 Wx 382/15 Rn. 28, AG 2018, 753, 754; OLG Zweibrücken, Beschluss v. 2.10.2017 – 9 W 3/14 Rn. 27, AG 2018, 200, 204; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 12.09.2017 – 12 W 1/17 Rn. 53, BeckRS 2017, 124895; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 4. A., § 305 Rn. 48; Ruiz de Vargas in: Bürgers/Körper, AktG, 4. A., Anh. zu § 305 Rn. 24; Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdb des GesR, Bd. 7, 5. A., § 34 Rn. 122; zustimmend Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht, 5. A., § 305 AktG Rn. 50; kritisch Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. A., § 305 AktG Rn. 62a f.). Aufgrund der zahlreichen prognostischen Annahmen unterliegt die Planung keiner Richtigkeits-, sondern nur einer Vertretbarkeitskontrolle (zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit dieses Prüfungsmaßstabs BVerfG, Beschluss v. 24.05.2012 – 1 BvR 3221/10 Rn. 30, AG 2012, 674, 676 „Umwandlungsgesetz, Umtauschverhältnis, Unternehmensbewertung“). Die Überprüfung beschränkt sich darauf, ob die darin enthaltenen Entscheidungen auf zutreffenden Informationen (Tatsachengrundlagen) und daran orientierten, realistischen Annahmen aufbauen; diese dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein (vgl. Senat, OLG Frankfurt, OLG München, OLG Stuttgart, jeweils aaO). Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – 46

Annahmen des Bewerter oder des Gerichts ersetzt werden. Eine nachträgliche (gutachterliche) Anpassung der Unternehmensplanung kann nur dann einen sachgerechten Ausgangspunkt für die Unternehmensbewertung bilden, wenn die Ausgangsplanung unplausibel war, etwa weil die der Kompensationsleistung zugrunde gelegte Planung lückenhaft oder unvertretbar ist (vgl. Senat, Beschluss v. 30.09.2015 – I-26 W 10/12 (AktE) Rn. 47, BeckRS 2016, 12911; Hüffer/Koch, AktG, 13. A., § 305 Rn. 25). Hingegen scheiden nachträgliche Korrekturen einer vertretbaren Unternehmensplanung aus (so auch OLG Frankfurt, Beschluss v. 20.07.2016 Rn. 74, aaO). „Sonderplanungen“, die ausschließlich zu Bewertungszwecken außerhalb des Planungsprozesses erstellt werden, werden von der Rechtsprechung regelmäßig kritisch gesehen (vgl. bereits OLG Düsseldorf, 19. Zivilsenat, Beschluss v. 8.07.2003 - I-19 W 6/00 (AktE) Rn. 60, AG 2003, 688 ff.; ähnlich OLG Stuttgart, Urteil v. 7.02.2001 – 20 U 52/97 Rn. 350 ff., DB 2001, 854 ff.; OLG Frankfurt, Beschluss v. 5.03.2012 – 21 W 11/11 Rn. 25, aaO; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 18.05.2016 – 12a W 2/15 Rn. 35, AG 2016, 672, 674; Ruiz de Vargas aaO, Anh. zu § 305 Rn. 27; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rn. 76).

Unter Berücksichtigung dieser Rechtsprechung hat das IDW in dem – im März 2017 veröffentlichten - IDW-Praxishinweis 2/2017 zur „Beurteilung einer Unternehmensplanung bei Bewertung, Restrukturierungen, Due Diligence und Fairness Opinion“ Grundsätze für eine ordnungsgemäße Beurteilung einer Unternehmensplanung entwickelt (IDW Praxishinweis 2/2017, abgedruckt in IDW Life 2017, 343 ff.; ausführlich dazu Wieland-Blöse/Pfender in: IDW, Bewertung und Transaktionsberatung, Kap. K Rn. 33 ff., Franken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. A., § 5 Rn. 5.58 ff.; Zwirner/Zimny/Lindmayr in: Petersen/Zwirner, Hdb. Unternehmensbewertung, 2. A., Kap. C 4 Rn. 52; zur Planung kleiner und mittelgroßer Unternehmen Balz, Stbg 2019, 501 ff.). Danach gelten für die Beurteilung der Planung und die Analyse der Planzahlen dementsprechend unterschiedliche Maßstäbe. Während die rechnerische 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 (Senat, Beschluss v. 14.12.2017 aaO Rn. 43; Ruiz de Vargas aaO, Anh. zu § 305 Rn. 24; Franken/Schulte aaO § 5 Rn. 5.2). Diese sind deshalb nur daraufhin zu überprüfen, ob sie auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar sind (BVerfG, Beschluss v. 24.05.2012 – 1 BvR 3221/10 Rn. 30, aaO). Die vergangenheits- und zukunftsbezogene Analyse des Markt- und Wettbewerbsumfelds sowie die Vergangenheitsanalyse des Unternehmens stellen daher zentrale Bausteine zur Plausibilisierung der Planungsrechnung dar (Franken/Schulte aaO § 5 Rn. 5.61; Balz aaO, 501, 508). Zudem kann der Bewerter durch Analyse der Planungstreue – d.h. dem Vergleich historischer Planungsrechnungen mit den tatsächlichen Ist-Ergebnissen sowie der Analyse der Ursachen etwaiger Plan-Ist-Abweichungen – zu einer Einschätzung gelangen, ob die Planungen in der Vergangenheit ggf. systematisch verzerrt - und damit zu optimistisch oder zu pessimistisch - oder aber realistisch waren (Franken/Schulte aaO § 5 Rn. 5.64 f., 5.66). Insgesamt ist eine Planung dann plausibel, 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 Planung die erwartete Entwicklung des Bewertungsobjekts widerspiegelt (Franken/Schulte aaO § 5 Rn. 5.121). Dagegen kann eine unvertretbare und damit unplausible Planung etwa dann vorliegen, wenn sie einseitige, systematische Verzerrungen aufweist oder wenn bei entsprechender Marktcontinuität ein bisher auch in den besten bzw. schlechtesten Zeiten nie erreichtes Niveau ohne nachvollziehbare Begründung geplant wird (vgl. Senat, Beschluss v. 14.12.2017 aaO Rn. 95; OLG München, Beschluss v. 14.07.2009 – 31 Wx

121/06 Rn. 14, aaO; Ruiz de Vargas aaO § 305 Rn. 25b).

Bei diesem Maßstab hat das Landgericht seiner Schätzung des Unternehmenswerts zu Recht die von dem Sachverständigen angepasste Planung zugrunde gelegt. 48

Zu Recht hat der gerichtlich bestellte Sachverständige die Plausibilität der auf dem negativen Forecast beruhenden Unternehmensplanung für die Jahre 2010 bis 2012 mit Blick auf die zeitliche Nähe des Forecasts zur Ankündigung des Squeeze-out verschärft in den Blick genommen. In seinem Gutachten vom 28.07.2016 hat er aufgrund eingehender und sorgfältiger Analyse überzeugend festgestellt, dass die Planung der C. für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012 im Vergleich zu den Ergebnissen der Vergangenheit, den Planansätzen aus Planungen der Vorjahre und unter Berücksichtigung der Analystenschätzungen für den Detailplanungszeitraum zu konservativ und überdies die ihm vorgelegte Dokumentation der Planungsprämissen und der Ableitung der Planansätze aus diesen Prämissen durch das Management nicht belastbar genug ist, um den geplanten Rückgang der EBIT-Margen – auch unter Berücksichtigung der Auswirkungen der Finanzmarktkrise - als vertretbar erscheinen zu lassen. Für die im Bewertungsgutachten angeführten markt- und wettbewerbsbezogenen Erwägungen, die die Planungsverantwortlichen zu der rückläufigen Planung bewogen haben sollen, fehlt jeder tatsächliche Anhalt. 49

In Anbetracht dessen hat das Landgericht die am 21.12.2009 verabschiedete Planungsrechnung für die Geschäftsjahre 2010 bis 2012 zu Recht als unplausibel eingestuft, weil sie - insbesondere anknüpfend an den gegenüber dem Ist-Ergebnis 2009 deutlich schlechteren Forecast – nicht auf der Ist-Lage der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag 11.05.2010 aufsetzt, und die nach der Planung vorgesehenen Planabweichungen zur vergangenen Entwicklung – insbesondere die ab dem Geschäftsjahr 2010 rückläufigen EBIT-Margen – nicht schlüssig erklärbar sind. Die Planung ist damit auch zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses ungeeignet. 50

2.1. Gegen die Plausibilität der - im Bewertungsgutachten G. lediglich mit bewertungstechnischen Anpassungen zugrunde gelegten - Planung spricht insbesondere, dass sie auf dem - nahezu zeitgleich mit der Ankündigung des Squeeze-out im Oktober 2009 erstellten – Forecast basiert, nach dem für das Jahr 2009 ein erheblich schlechteres Ergebnis erwartet wurde, als sich dann tatsächlich wenig später im Ist-Ergebnis 2009 gezeigt hat. 51

Nach dem Forecast wurde - mit einer prognostizierten Gesamtleistung von 79.427 T€ und einem erwarteten EBIT von 6.495 T€ - ein deutlich schlechteres Ergebnis prognostiziert als im Vorjahr 2008 (Gesamtleistung 79.703 T €; EBIT: 8.678 T€). Tatsächlich erzielte die Gesellschaft nach dem im Konzernabschluss im Dezember 2009 festgestellten Ist-Ergebnis eine – gegenüber der Vorjahresplanung 2008 um 1,8 % höhere - Gesamtleistung von 79.480 T€, ein – gegenüber der Vorjahresplanung um 1,4 % höheres - EBIT von 7.204 T€ und eine - gegenüber dem Ist-Wert des Vorjahres 2008 deutlich gesteigerte EBIT-Marge von 9,7 % (EBIT-Marge 2008: 8,7 %). Damit lag – der Unternehmensplanung zufolge - nicht nur das auf der Grundlage des Forecasts für den Detailplanungszeitraum geplante EBIT (6.527 T€; 6.769 T€; 7.076 T€) um **-9,4 %** bzw. 679 T€ unter dem EBIT des letzten Ist-Jahres; auch die geplante EBIT-Marge von konstant 8,0 % vor bzw. 8,3 % (2010); 8,1 % (2011, 2012) nach Bereinigungen der Bewertungsgutachterin sollte auf Dauer unter dem aktuellen Niveau bleiben. 52

2.2 Die rückläufige Planung der EBIT-Marge in der Planung der C. widerspricht der positiven Geschäftsentwicklung der Gesellschaft in den Vorjahren 2007 bis 2009, die insbesondere auf die strategische Ausrichtung der C.-Gruppe und ihre gute Positionierung 53

als Premiumanbieter im Europäischen Markt für hochqualitative Badkonzepte zurückgeführt wurde (vgl. Prüfbericht S. 51).

Wie die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin übereinstimmend festgestellt haben, zeichnete sich die C.-Gruppe in der Vergangenheit durch eine stabile – auch gegenüber äußeren Einflüssen, wie beispielsweise konjunkturellen Schwankungen oder der Finanzmarktkrise, relativ krisenresistente - Geschäftsentwicklung und Ertragslage aus (BGA Tz. 168; Prüfbericht S. 50, 51). Nicht nur konnte – wie bereits ausgeführt - die bereinigte EBIT-Marge in den Jahren 2007 bis 2009 - trotz der Finanzmarktkrise und der schwachen Konjunktur – kontinuierlich von 8,6 % (2007) bzw. 8,7 % (2008) auf 9,7 % (2009) gesteigert werden, wobei die signifikante Steigerung im Jahr 2009 insbesondere aus den im Vergleich zum Vorjahr verminderten Kosten für die Rohstoffe Öl und Holz resultierte (BGA Tz. 163, Prüfbericht S. 30). Auch die Umsatzerlöse stiegen in dem Zeitraum zwischen 2007 und 2009 stetig - um durchschnittlich 3,5 % pro Jahr - an. Dabei konnte die Gesellschaft den Umsatz im Inland von 54.699 T€ (2007) um 11,5 % auf 60.982 T€ (2008) steigern, wozu insbesondere die Anfang 2008 eingetretene Insolvenz der Sanipa GmbH – eines ihrer wesentlichen Wettbewerber – beitrug. Die dadurch im Badmöbelhandel freigewordene Ausstellungsfläche konnte teilweise durch die C. mit neuen Produkten ausgestattet werden. Dies führte auch für das Geschäftsjahr 2009 zu einem weiteren, deutlichen Umsatzanstieg um 9,0 % auf 66.460 T€ (Prüfbericht S. 28); der Anteil der Inlandsumsätze an den Gesamtbruttoumsatzerlösen erhöhte sich aufgrund der gestiegenen Inlandsnachfrage von 60,8 % im Vorjahr auf 65,4 % im Jahr 2009. In Fortsetzung dessen plante die Gesellschaft für die Folgejahre weiterhin ein kontinuierliches Umsatzwachstum von 3,5 % - auf dem Niveau der Vergangenheit -, welches nach den Feststellungen der sachverständigen Prüferin dem für die Sanitär- und Möbelbranche insgesamt erwarteten Marktwachstum in den Planjahren entsprach (Prüfbericht S. 29). Zwar erwartete die C. aufgrund der hohen Marktsättigung in Deutschland und einem für 2009 geschätzten Marktanteil der C. im Sanitär-Fachhandel von rund 40 %, im Inland kein nennenswertes Umsatzwachstum mehr generieren zu können. Im Ausland hingegen plante das Management zukünftig erhebliche Umsatzzuwachszuwächse, die insbesondere durch aufzudeckende Umsatzpotenziale in Ost- und Südeuropa erzielt werden sollten. Für die Türkei wurde zusätzliches Absatzpotenzial aus der Zusammenarbeit mit der Antragsgegnerin erwartet. Insgesamt sollten die Umsätze im Ausland in den Planjahren um 6,8 % (2010) bzw. jeweils 9,9 % (2011 und 2012) gesteigert werden. Ebenso hatte die C. – wie schon ausgeführt - ihre Gesamtleistung im Geschäftsjahr 2008 signifikant um **7,5 %** auf 79.703 T€ steigern können. Das im Jahr 2008 – entgegen dem allgemeinen Branchentrend – erreichte Niveau konnte die Gesellschaft mit der im Jahr 2009 erzielten Gesamtleistung (79.480 T€) nahezu konstant beibehalten; dieses lag - trotz schlechter allgemeiner Wirtschaftslage in Deutschland - nur um etwa 0,3 % unter dem im Vorjahr erzielten Wert (BGA Tz. 174 f.; Prüfbericht S. 28). Auch insoweit erwartete die Gesellschaft für die Planjahre weiterhin ein Gesamtleistungswachstum um 2,9 % (2010), 3,3 % (2011) und 4,4 % (2012) (Prüfbericht S. 28). Der geplante Anstieg der Gesamtleistung im Verhältnis zu den Branchenerwartungen sollte insbesondere aus der starken Positionierung der C.-Produkte im deutschen Markt und den zusätzlichen Ausstellungsflächen, die im Jahr 2008 durch die Insolvenz der Sanipa hatten hinzugewonnen werden können sowie durch neue, innovative Produkte erreicht werden. Zudem wurde damit gerechnet, dass die C. auch in den nächsten Jahren insbesondere im Ausland weitere Marktanteile für sich würde gewinnen können (BGA Tz. 180). Das bereinigte EBIT der Gesellschaft in der Vergangenheit zeichnete sich ebenfalls durch ein stetiges Wachstum aus (2007: 6.386 T€; 2008: 6.898 T€; 2009: 7.749 T€). Auch dieses sollte in den Planjahren – wenn auch auf einem deutlich niedrigeren absoluten Niveau - weiter gesteigert werden (2010: 6.775 T€; 2011: 6.868 T€; 2012: 7.176 T€, vgl. Prüfbericht S. 30, 34).

54

Der konträr zu all dem mit der Planung angenommene Rückgang der EBIT-Marge auf

55

konstant 8,0 % vor bzw. 8,3 % und 8,1 % nach Bereinigungen in der Detailplanungsphase wie auch der für die ewige Rente fortgeschriebene Ansatz (8,1 % vor bzw. 8,4 % nach Bereinigungen) stehen in Widerspruch zu der von der Gesellschaft erzielten Steigerung ihrer EBIT-Margen in den Vorjahren (2007: 8,6 %; 2008: 8,7 %; 2009: 9,7 %) und zu der übrigen Geschäftsentwicklung in der Vergangenheit. Der Sachverständige hat vor diesem Hintergrund zu Recht festgestellt, dass die Bewertungsgutachterin den geplanten Rückgang der Ertragskraft vom Ist-Jahr 2009 zum ersten Planjahr 2010 nicht ausreichend hinterfragt, sondern primär auf die Entwicklung innerhalb der Planjahre 2010 bis 2012 abgestellt und dortige Verbesserungen betont hat, wobei die im Bewertungsgutachten aufgeführten Wachstumsraten und Margen der Planjahre 2010 bis 2012 nicht im Zeitablauf dargestellt bzw. dem Vergangenheitszeitraum gegenübergestellt wurden (Gutachten Tz. 319 f.).

In Anbetracht des gegenüber dem Forecast deutlich positiveren Ist-Ergebnisses 2009 und der Geschäftsentwicklung der Vorjahre 2007 bis 2009 kann es nicht überzeugen, dass die Unternehmensleitung der C. mit der rückläufigen Planung – wie die Antragsgegnerin geltend macht - „getreu dem Grundsatz, dass eine Schwalbe noch keinen Sommer macht“ eine „Anpassung an die mittelfristig zu erwartende Realität“ beabsichtigte. Ungeachtet dessen haben die Planungsverantwortlichen ihren Verzicht auf eine Aktualisierung der Planungsrechnung (allein) damit begründet, dass man „eine einmal aufgestellte Planung“ nicht habe verändern wollen (Gutachten Tz. 323). 56

Der von der Antragsgegnerin vorgetragene Einwand, die Planung sei auf Basis des Erkenntnisstandes, den die Geschäftsleitung im Oktober 2009 gehabt habe, plausibel gewesen, ist unerheblich. Auf den Kenntnisstand im Oktober 2009 - bei Erstellung des Forecasts/Ankündigung des beabsichtigten Squeeze-out - kommt es schon deshalb nicht an, weil für die Angemessenheitsprüfung im Spruchverfahren entscheidend ist, ob sich die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung aus Sicht des Stichtags 11.05.2010 als angemessen erweist. Ebenso ist daher unerheblich, ob die EBIT-Margen der Jahre 2009 bis 2014 – wie die Antragsgegnerin behauptet – durchgehend unter den in der Planung angesetzten Margen gelegen haben (Bl. 2049, 2282 f.) Wie der Senat bereits wiederholt entschieden hat, können die zu erwartenden Gewinne im Rahmen des Ertragswertverfahrens naturgemäß nur aus einer ex ante-Betrachtung des maßgeblichen Stichtages – hier: der Beschlussfassung über den Squeeze-out - geschätzt werden. Für eine ex-post-Betrachtung ist kein Raum (vgl. bereits OLG Düsseldorf, 19. Zivilsenat, Beschluss v. 31.01.2003 – I-19 W 9/00 (AktE) Rn. 83, AG 2003, 329, 332; ebenso Senat, Beschlüsse vom 14.12.2017 – I-26 W 8/15 (AktE) Rn. 50, AG 2018, 399, 402; 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE) Rn. 46, AG 2016, 329, 331; 6.04.2011 – I-26 W 2/06 (AktE) Rn. 22, juris). Danach kommt es nicht entscheidend darauf an, dass gleichwohl etwa die EBIT-Marge des Jahres 2010 – mit 9,09 % - über dem nach der Planung mit 8,0 % (von der Bewertungsgutachterin nach Bereinigungen mit 8,3 %) angesetzten Wert lag. 57

Ohne Erfolg beruft sich die Antragsgegnerin darauf, die Planung sei nach den Gründen des Senatsbeschlusses vom 14.12.2017 (I-26 W 8/15 (AktE), aaO) als plausibel zugrunde zu legen. Die Wertermittlung in dem dort entschiedenen, auf einen Stichtag im März 2005 bezogenen Bewertungsfall basierte – anders als hier - auf einer im September 2004 aufgestellten mittelfristigen Planung für die Jahre 2005 bis 2008 einschließlich der Tendenzen, die sich aus der Erstellung des zweiten Forecasts für 2004 und des Budgets 2005 ergeben hatten. Sie knüpfte damit gerade an die stichtagsbezogenen aktuelle Situation der zu bewertenden Gesellschaft an, denn eine Diskrepanz zwischen Forecast und Ist-Ergebnis lag nicht vor. In Anbetracht dessen wurde die Planung – anders als in der vorliegenden Konstellation - von sämtlichen sachverständigen Bewertern übereinstimmend für anspruchsvoll, aber plausibel erachtet. 58

2.3 Überdies ist der geplante Rückgang des Ergebnisses und der EBIT-Marge ab dem 59

Jahr 2010 mit der Planungsphilosophie der C. nicht in Einklang zu bringen.

Wie der Sachverständige nachvollziehbar festgestellt und im Anhörungstermin erläutert hat, entsprechen die Planungswerte für das Geschäftsjahr 2010 (geplante Gesamtleistung: 81.759 T €; EBIT: 6.525 T€) einer Abweichung gegenüber dem Ist-Ergebnis 2009 um -9,4 % (Gutachten Tz. 329). Die Planungen der Vorjahre sahen hingegen – mit Ausnahme der auf die Geschäftsjahre 2007, 2008 und 2009 bezogenen Planung des Jahres 2006 für das erste Planjahr (2007) - stets eine Steigerung des EBIT gegenüber dem Ist-Ergebnis vor (Gutachten Tz. 329 f., Sitzungsprotokoll S. 3, Bl. 2130). Entsprechend enthielt auch die im Dezember 2009 beschlossene Planung eine (wenn auch geringfügige) Steigerung gegenüber dem Forecast um 0,5 %. Ein Rückgang – noch dazu um **-9,4 %** - wie nach der hier in Rede stehenden, auf dem Forecast 2009 basierenden Planung für das Jahr 2010 veranschlagt, war in keiner der Vorjahresplanungen zu beobachten (Gutachten Tz. 330). Entsprechend gingen die Planungen der Vorjahre von einer stetigen Steigerung der EBIT-Margen im jeweiligen Planungszeitraum aus, wie durch die tabellarische Darstellung der Planmargen in der Beschwerdebeurteilung der Antragsgegnerin (Bl. 2282) bestätigt wird. Wie sich aus der tabellarischen Darstellung der EBITDA- und EBIT-Margen im Zeitablauf ergibt, erwartete die Gesellschaft – unabhängig von dem Wert im jeweiligen ersten Planjahr –nach ihren Vorjahresplanungen stets, dass dieser in den Planjahren kontinuierlich gesteigert werden könne (Gutachten Tz. 332). Zum Ende der Planungsphase wurden durchgängig EBIT-Margen von (mindestens) 10,0 % geplant (Gutachten Tz. 332). Demgegenüber wurde erstmals nach der 2009 verabschiedeten Planung - für alle drei Planjahre - eine konstante EBIT-Marge von (nur) 8,0 % unterstellt (Gutachten Tz. 333). In Anbetracht dessen könnten die Planungswerte für das Jahr 2010 sowie die sich daraus ergebenden Planungswerte für die Jahre 2011 und 2012 auch vor dem Hintergrund der Planungsphilosophie der C. (allenfalls) gegenüber dem Forecast 2009, nicht aber angesichts des höheren Ist-Ergebnisses als nachvollziehbar geplant angesehen werden; die nach der Planung für das Jahr 2010 vorgesehene Verringerung des EBIT um 679 T€ gegenüber dem Ist 2009 hat der Sachverständige zu Recht bereits vor dem Hintergrund der Planungsphilosophie als konservativ eingestuft (Gutachten Tz. 325).

60

Der Einwand der Antragsgegnerin, Grund für den geplanten Rückgang der EBIT-Marge „ab 2009“ sei die erstmalige Einhaltung der Planungstreue gewesen, bleibt ohne Erfolg. Wie bereits ausgeführt wurde und durch die Antragsgegnerin nicht in Abrede gestellt wird, konnten die EBIT-Margen der C. in der Vergangenheit kontinuierlich – zuletzt signifikant - gesteigert werden (2007: 8,6 %; 2008: 8,7 %; 2009: 9,7 %). Der von der Antragsgegnerin angeführte Umstand, dass (allein) die EBIT-Marge des jeweiligen dritten Planjahres unter der entsprechenden jeweiligen Planmarge blieb, kann weder den auf Dauer geplanten nachhaltigen Rückgang der EBIT-Marge ab dem Jahr 2010 - auf ein Niveau unterhalb des letzten Ist-Ergebnisses - rechtfertigen, noch kann er eine mangelnde Planungstreue in der Vergangenheit belegen. Der Sachverständige ist bei seiner Analyse der Planungstreue der Gesellschaft durch Vergleich der Plan- und Ist-Ergebnisse der Jahre 2007 bis 2009 überzeugend zu der Feststellung gelangt, dass die C. in den Jahren 2007 bis 2009 bezogen auf die Planung der Umsatzerlöse sowie des EBIT ein eher neutrales Planungsverhalten gezeigt hat (Gutachten Tz. 290 ff., 293). Wie sich aus der Gegenüberstellung der konkreten Plan- und Ist-Zahlen der Jahre 2007, 2008 und 2009 ergibt, wurde die für das Geschäftsjahr 2007 geplante Gesamtleistung (77.698 T€) um 4,6 % unterschritten (Ist: 74.156 T€), das geplante EBIT (7.885 T€) hingegen um 0,7 % überschritten (Ist: 7.938 T€). Die für das Geschäftsjahr 2008 geplante Gesamtleistung (79.681 T€) wurde nahezu exakt erreicht (Ist: 79.703 T€), das geplante EBIT (7.588 T€) wurde um 14,4 % überschritten (Ist: 8.678 T€). Im Geschäftsjahr 2009 wurde die mit 80.919 T € geplante Gesamtleistung um 1,8 % unterschritten (Ist: 79.480 T €), das mit 7.103 T € geplante EBIT wurde – mit 7.205 T € - um 1,4 % überschritten. Anhaltspunkte

61

dafür, dass die Unternehmensplanung in der Vergangenheit zu optimistisch bzw. systematisch verzerrt gewesen wäre, sind nach alledem nicht ersichtlich.

2.4 Die Planung kann auch vor dem Hintergrund der im Bewertungsgutachten angeführten markt- und wettbewerbsbezogenen Erwägungen nicht als plausibel angesehen werden. 62

2.4.1 Dem Gutachten zufolge wurde die ab dem Jahr 2010 rückläufige Planung der EBIT-Marge seitens des Vorstands der C. damit begründet, dass die im Jahr 2009 erstellte Planungsrechnung für die Jahre 2010 bis 2012 von hohen Unsicherheiten aufgrund der Finanzmarktkrise geprägt gewesen sei. Der Sachverständige hat diesbezüglich indes zutreffend festgestellt, dass bereits die vorhergehende, auf die Geschäftsjahre 2009 bis 2011 bezogene Planung des Jahres 2008 zu einem Zeitpunkt erstellt wurde, als die Finanzmarktkrise schon ausgebrochen war. Gleichwohl ging diese von deutlichen Ergebnissteigerungen im Lauf der Planjahre 2009 bis 2011 (2009 bis 2011: **+27,7 %**) aus, wohingegen die vorliegende - der Bewertung anlässlich des Squeeze-out zugrunde gelegte - Planung eine deutlich geringere Ergebnisentwicklung für den Detailplanungszeitraum vorsah (2010 bis 2012: +8,4 %). Weiter hat der Sachverständige festgehalten, dass - selbst wenn die Planungsverantwortlichen zum Zeitpunkt der Erstellung der Bewertungsplanung davon ausgegangen wären, dass die Finanzmarktkrise längere Auswirkungen haben würde, als 2008 erwartet – es aus Sicht des Unternehmens auskunftsgemäß keine Erkenntnisse gab, dass sich die Aussichten der C. durch die Finanzmarktkrise dauerhaft verändert hätten. Aus seinen Gesprächen mit dem Vorstand ergaben sich keinerlei Anhaltspunkte für strukturelle Änderungen in dem für die C. relevanten Markt, die Plananpassungen auch für die Phase der ewigen Rente rechtfertigen würden. 63

Gestützt wird dies durch die von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin herangezogene Meta-Studie „Marktentwicklung Möbelindustrie – Sanitär und Badezimmermöbel“ der SVP Deutschland AG, Heidelberg, in der eine Studie der Vereinigung Deutsche Sanitärwirtschaft e.V. („VDS“), der „Branchenfokus“ Baustoffe und Möbel 2009 der Unternehmensberatung BBE Retail Experts sowie das „Branchenspezial Möbelherstellung 2009“ des Bundesverbands der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken enthalten waren. Danach wurde für den - nach Einschätzung des Sachverständigen noch am ehesten mit dem Markt der C. vergleichbaren - Bereich Sanitär bereits für das Jahr 2010 von einer Erholung des Marktes ausgegangen. Über das Jahr 2010 hinaus lagen für diesen Bereich keine Prognosen der Marktentwicklung vor (Gutachten Tz. 136). Für die - nach Einschätzung des Sachverständigen weniger vergleichbaren Bereiche Baustoffe und Möbel – sollte die Erholung der Märkte in den Jahren 2011 bzw. 2012 einsetzen. Zum Ende der Prognosezeiträume der Studien wurde auch für diese betrachteten Märkte von einem Wachstum – mit Wachstumsraten von 1,7 % bzw. 2,3 % - ausgegangen (Gutachten Tz. 136). 64

Ähnlich hat das Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München (ifo) in seinen im Mai 2010 und April 2011 veröffentlichten Endberichten „Branchendaten 2009“ und „Branchendaten 2010“ – einem Forschungsvorhaben der Vereinigung der Deutschen Zentralheizungswirtschaft e.V., der VDS und der Messe Frankfurt Exhibition GmbH - festgestellt, dass sich die deutsche Wirtschaft nach dem konjunkturellen Einbruch im Jahr 2009 bereits im Jahr 2010 erholte (ifo 2011, aaO S. 3). Die Baukonjunktur zog deutlich an, die realen Bauinvestitionen stiegen um 2,8 %. Es wurde zum Bewertungsstichtag erwartet, dass insbesondere die Sanitärwirtschaft von der Belebung der Nachfrage im Badbereich (weiter) würde profitieren können (ifo 2010, 2011, aaO S. 4). 2010 erzielten die 170 Unternehmen der industriellen Sanitärwirtschaft mit rund 31.700 Beschäftigten einen Umsatz von fast 6 Mrd. € und damit deutlich mehr als im Vorjahr (2009: rd. 5,5 Mrd. €; ifo 2010, 2011, aaO S. 25). Angesichts der Erholung nach der weltweiten Wirtschaftskrise 65

nahm auch die Nachfrage nach den Gütern der Sanitärbranche wieder zu. Für 2011 wurde mit einem anhaltenden Anstieg der Umsätze gerechnet, wozu insbesondere der Modernisierungstau im Badbereich beitragen sollte (ifo 2010, 2011, aaO S. 25, 47).

Die Annahme einer solch positiven Marktentwicklung im Sektor der Badezimmermöbel wird gestützt durch die tatsächliche Marktentwicklung. Bereits seit 2009 befand sich die Sanitärbranche in einem fortdauernden Aufwärtstrend (vgl. VDS, Studie „Gute Rahmendaten für die Sanitärbranche 2017“). Nach einer Prognose des ifo-Instituts sollte der Umsatz wiederum um nominal rd. 2 % - auf dann knapp 24,5 Mrd. € - steigen. Der Studie zufolge stellten die erheblichen weltpolitischen und -wirtschaftlichen Risiken und Unwägbarkeiten zwar einen „Belastungsfaktor“ dar, doch rechtfertigten konkrete Indizien wie die kräftig wachsende Zahl der deutschen Privathaushalte und die unverändert positiven Wohnungsbauperspektiven in kurz-, mittel- und langfristiger Hinsicht gleichermaßen einen „fundierte Optimismus“. Für 2016 meldete die VDS auf Basis der jüngsten ifo-Schätzung ein Umsatzplus von ca. 4 %, wobei sich das Inlandsgeschäft mit +3,7 % etwas schwächer als der um 5,1 % erhöhte Auslandsumsatz entwickelte. Nach einer auf Initiative der Sanitärbranche durchgeführten forsa-Untersuchung erneuerten seit 2012 insgesamt 17 % der Bundesbürger ihr Bad entweder komplett (12 %) oder teilweise (5 %). Die Modernisierungsintensität nahm mit Quoten zwischen 23 % und 25 % signifikant zu, was der Dachverband der Sanitärwirtschaft als ein weiteres Indiz für den stetig wachsenden Bad-Stellenwert wertete.

66

Wie bereits ausgeführt, haben auch die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin übereinstimmend festgestellt, dass sich die C.-Gruppe in der Vergangenheit durch eine stabile – auch gegenüber äußeren Einflüssen, wie beispielsweise konjunkturellen Schwankungen oder der Finanzmarktkrise, relativ krisenresistente - Geschäftsentwicklung und Ertragslage auszeichnete (BGA Tz. 168; Prüfbericht S. 50, 51). Der Sachverständige ist nach alledem plausibel und auch für den Senat nachvollziehbar zu der Einschätzung gelangt, dass die Finanzmarktkrise der Jahre 2008 ff. lediglich zu einer vorübergehenden Schwächung der allgemeinen Konjunktur führte, die indessen keinen Einfluss auf die langfristig zu erwartenden Ertragsaussichten der C. hatte. Nach alledem hat er die im Jahr 2009 erstellte Unternehmensplanung zu Recht für nicht geeignet erachtet, unmittelbar aus ihr ein nachhaltiges Ergebnis abzuleiten (Gutachten Tz. 331, 334).

67

2.4.2 Auch mit Blick auf die von der Antragsgegnerin angeführten Einschätzungen des Managements der C. kann die ab dem Geschäftsjahr 2010 rückläufige Planung nicht als plausibel angesehen werden, wie das Landgericht, dem Sachverständigen folgend, zu Recht entschieden hat. Dabei ist es insbesondere zutreffend davon ausgegangen, dass die C. zum Bewertungsstichtag über eine „Quasi-Monopolstellung“ (BGA Tz. 212) im für sie wichtigsten – margenstärksten - Premiumsegment und - mit rund 40 % - den größten Marktanteil in dem von ihr ausschließlich genutzten Vertriebskanal des Sanitärfachhandels besaß (BGA Tz. 65, Prüfbericht S. 20, Gutachten Tz. 117).

68

Vor diesem Hintergrund kann die im Bewertungsgutachten wiedergegebene pauschale Einschätzung des Managements, im traditionellen nationalen dreistufigen Vertriebsweg beständen „nur sehr geringe Wachstumspotenziale“, den geplanten Rückgang der Margen nicht rechtfertigen. Nichts anderes gilt für die - abstrakt gehaltene - Befürchtung, das Unternehmen werde sich dem „Trend zu Produkten im niedrigeren Preissegment dauerhaft nicht entziehen“ können, weshalb es zukünftig Produkte auch für das mittlere Preissegment in sein Produktportfolio aufnehmen müsse, was wiederum einhergehe mit der „Gefahr sinkender Margen“ (Prüfbericht S. 23, 51). Es fehlt jeder Anhalt dafür, dass sich die genannten Einschätzungen in entsprechenden Unternehmensstrategien (Entwicklung neuer Produkte, Besetzung neuer Vertriebswege o.ä.) auch nur ansatzweise niedergeschlagen hätten. Eine Besetzung anderer Vertriebskanäle, etwa über Baumärkte

69

oder Möbelhäuser, war nicht geplant. Auch ist nicht ersichtlich, dass sich der im Bewertungsgutachten beschriebene Trend zur Badezimmereinrichtung „aus einer Hand“ und der aufgrund dessen vom Management befürchtete erhöhte Wettbewerb, etwa mit verstärkt in den Markt drängenden Keramikherstellern (BGA Tz. 57, Prüfbericht aaO, Gutachten Tz. 118), für das Geschäft der C. in einem erhöhten Wettbewerbsdruck oder gar -nachteil ausgewirkt hätte. Diese konnte ihre führende Position in der Vergangenheit vielmehr beibehalten bzw. – auch nach der Insolvenz der Sanipa GmbH im Jahr 2008 - sogar ausbauen. Selbst wenn der Vertriebskanal über Baumärkte und Möbelhäuser zunehmend Marktanteile gegenüber dem Sanitärfachhandel hinzugewinnen konnte (BGA Tz. 55, Prüfbericht S. 20, Gutachten Tz. 116; dahingehend auch VDS Badstudie 2011/2012, aaO S. 43), ist nach den Ergebnissen der Vergangenheit nicht ersichtlich, dass davon die C. - als Anbieter im Premiumsegment – nachteilig betroffen gewesen wäre. Auch das wird insbesondere belegt dadurch, dass die Unternehmensleitung selbst keinen Anlass sah, andere Kanäle zu besetzen (BGA Tz. 65, Prüfbericht S. 19, 20, Gutachten Tz. 117). Vielmehr hatte es die C. - trotz des Erstarkens anderer Vertriebskanäle (Möbelhäuser, Baumärkte) sowie der Entwicklung zu Badezimmereinrichtungen aus einer Hand - in der Vergangenheit regelmäßig geschafft, überdurchschnittlich hohe Renditen zu erzielen (so auch Bewertungsgutachten Tz. 58 ff.). Zudem wurde der überdurchschnittliche Erfolg der Gesellschaft gerade auf den technischen Stand der Fertigung, der durch ein IT-System unterstützt wurde, die überproportional große Präsenz der Gesellschaft in den Ausstellungsräumen der Fachhändler („Showrooms“), ihr aktuelles Produktsortiment und ihr hohes Innovationspotential zurückgeführt (Gutachten Tz. 120). Für die im Bewertungsgutachten angeführte, abstrakt gehaltene Befürchtung, dass künftig auch die von der C. nicht bedienten Vertriebswege – Baumärkte und Möbelhäuser – qualitativ hochwertige Produkte in ihr Sortiment aufnehmen könnten (BGA Tz. 65), ist kein Anhaltspunkt ersichtlich. Wäre dem so, wäre auch unverständlich, warum die Unternehmensleitung selbst künftig nicht plante, andere Kanäle zu besetzen. Zudem hat die sachverständige Prüferin bestätigt, dass das Marktumfeld der C. in der Vergangenheit durch eine geringe Wettbewerbsintensität und langjährige Kundenbindung gekennzeichnet war (Prüfbericht S. 51).

Ebenfalls gestützt wird dies durch Erhebungen der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) im Auftrag der VDS, die mit der Sanitärstudie 2006 und der VDS Badstudie 2011/2012 veröffentlicht wurden. Danach verschafften sich 2011 66 % der Verbraucher Informationen und Beratung bei der Planung, Auswahl und Anschaffung einer neuen Badeinrichtung beim Fachhandwerker bzw. im Sanitärfachbetrieb (2006: 71 %). 69 % stimmten der Aussage zu, ihre neue Badeinrichtung dort zu kaufen, wo ihre ganz speziellen persönlichen Wünsche voll berücksichtigt werden (2006: 71 %). Bei der Wahl deutscher Markenprodukte im Bereich der Badmöbel und Spiegelschränke waren insbesondere Kriterien wie „aktuelles Design/schönes Aussehen“, „lange Haltbarkeit“, „Name der Marke“ und „Garantie“ von Relevanz (vgl. VDS Badstudie 2011/2012, aaO S. 61). Nach alledem ist für das im Bewertungsgutachten erwähnte Szenario einer bedrohten Stellung der C. im Markt bzw. Wettbewerb, das die Verschlechterung der EBIT-Marge ab dem Geschäftsjahr 2010 in der Planung rechtfertigen könnte – auch unter Berücksichtigung von zusätzlichen einschlägigen Studien – nichts ersichtlich.

70

2.5 Zur weiteren Plausibilisierung hat der Sachverständige Analystenschätzungen für die EBIT-Margen von Vergleichsunternehmen herangezogen, die er auch für die Ableitung des Betafaktors verwendet hat. Hierzu hat er auf die über den Finanzinformationsdienstleister Capital IQ verfügbaren Ist-Daten der Jahre 2007 bis 2009 sowie auf die zum Bewertungsstichtag 11.05.2010 erwarteten Prognosen der Umsatzerlöse und der EBIT für die Jahre 2010 bis 2012 abgestellt (Gutachten Tz. 335 ff.). Die dagegen gerichteten Einwendungen der Antragsgegnerin bleiben ohne Erfolg.

71

Entgegen der Ansicht der Antragsgegnerin ist es nicht zu beanstanden, öffentlich

72

verfügbare Einschätzungen von Wettbewerbern zur Gesamtmarktentwicklung im Rahmen der Analyse der Umsatzplanung bzw. der Wachstumsraten – neben der Vergangenheitsanalyse und der des Markt- und Wettbewerbsumfeld – plausibilierend zu Vergleichszwecken heranzuziehen (vgl. Wieland-Blöse /Pfender aaO Kap. K Rn. 67; ähnlich Franken/Schulte aaO § 5 Rn. 5.131). Während sich der Bewerter im Rahmen der objektivierten Unternehmensbewertung einen umfassenden Einblick in das zu bewertende Unternehmen verschafft und so vertiefte Kenntnisse über die Ergebnisprognose und das damit verbundene Chancen- und Risikoprofil des zu bewertenden Unternehmens erlangt, geben Analystenschätzungen lediglich Erwartungen und Meinungsäußerungen von Marktteilnehmern wieder (vgl. Franken/Schulte aaO § 6 Rn. 6.48). Ihre Prognosen können daher (lediglich) einen ersten Eindruck bei der Einschätzung vermitteln, ob die zu beurteilende Planung eines bestimmten Unternehmens „außergewöhnlich“, d.h. ambitioniert, konservativ oder erwartungswertneutral ist (ähnlich Franken/Schulte aaO § 5 Rn. 5.11).

Wie der Sachverständige im Rahmen seiner Anhörung überzeugend erläutert hat, ging es ihm nicht etwa darum, bestimmte EBIT-Margen der Höhe nach zu ermitteln und seiner Wertermittlung als „realistisch“ zugrunde zu legen, sondern allein darum, die nach der Planung vorgesehene Entwicklung des EBIT in ihrer Tendenz zu plausibilisieren (vgl. Sitzungsprotokoll S. 4, Bl. 2131). Auf die Analysteneinschätzungen zur Höhe der EBIT-Margen der von der Bewertungsgutachterin G. (zur Ableitung des Betafaktors) herangezogenen Vergleichsunternehmen kommt es danach nicht entscheidend an, dem dahingehenden Beweisantritt durch Vernehmung des für die Bewertungsgutachterin tätigen Wirtschaftsprüfers L. sowie durch Einholung von Sachverständigengutachten ist nicht nachzugehen. 73

Ungeachtet dessen hat der Sachverständige seine Auswahl sachgerecht damit begründet, dass er sich an der Peer Group orientiert hat, die auch im Bewertungsgutachten G. zugrunde gelegt worden ist, wobei er lediglich die Unternehmen außer Betracht gelassen hat, die – anders als die C. – nicht auf den europäischen Markt fokussiert waren (vgl. Gutachten Tz. 393; Sitzungsprotokoll S. 4, Bl. 2131). Der Einwand der Antragsgegnerin, er habe die Gruppe der Vergleichsunternehmen in ihrer Zusammensetzung – willkürlich – geändert und die „Vergleichsmarge“ durch Einbeziehung nicht vergleichbarer Unternehmen „künstlich aufgebläht“, geht fehl. Vielmehr hat der Sachverständige auf der Grundlage der von ihm anhand sachgerechter Kriterien ausgewählten Vergleichsunternehmen überzeugend festgestellt, dass die durchschnittliche EBIT-Marge der Peer Group-Unternehmen im Zeitraum von 2007 bis 2009 von 11,0 % auf 10,3 % gesunken ist, Analysten jedoch davon ausgingen, dass diese im Durchschnitt bis zum Jahr 2012 wieder auf 14,5 % ansteigen würde (Gutachten Tz. 338). Bereinigt um das Unternehmen der Antragsgegnerin, für das es keine Analystenschätzungen gab, wurde nach dem Zeitraum der akuten Finanzmarktkrise für die betrachtete Peer Group ein Anstieg der EBIT-Marge in einer Bandbreite zwischen +2,0 % (2010, Nobia AB) und +23,6 % (2012, Geberit AG), im Durchschnitt um rund +2,6 % gegenüber dem Ist 2009 erwartet (Gutachten Tz. 340). Nach alledem hat der Sachverständige zu Recht plausibilisierend in seine Bewertung miteinbezogen, dass sich auch unter Berücksichtigung von Analysteneinschätzungen kein Anhalt für die der Bewertung anlässlich des Squeeze-out zugrunde gelegte rückläufige EBIT-Marge – um rd. -16 % - ab dem Jahr 2010 ergab. 74

Einwendungen gegen die Ertragswertermittlung des Sachverständigen als solche bzw. die weiteren Planansätze der Höhe nach sind nicht geltend gemacht. Nach alledem sind die von dem Sachverständigen vorgenommenen Anpassungen nicht zu beanstanden. 75

3. Die von den Antragstellern geltend gemachten Einwände, die auf die gerichtliche 76

Festsetzung einer noch höheren Barabfindung abzielen, bleiben ohne Erfolg.

3.1 Der Ansatz der Marktrisikoprämie ist nicht zu beanstanden. Diese hat das Landgericht – der übereinstimmenden Einschätzung sämtlicher sachverständiger Bewerter folgend – mit 4,5 % nach Steuern – und damit in Höhe des Mittelwerts der Bandbreite, die der FAUB seinerzeit unter Schätzung von Anpassungsreaktionen des Marktes an das durch die Unternehmenssteuerreform 2008 geänderte Steuerrecht empfahl - angenommen. Zur Vermeidung von Wiederholungen wird insoweit auf die diesbezüglichen Ausführungen des Landgerichts im angefochtenen Beschluss (dort S. 16) und die auch insoweit überzeugenden Feststellungen des Sachverständigen im Gutachten vom 28.07.2016 (Tz. 352 ff., 356) verwiesen. Diese werden durch das pauschal gebliebene Vorbringen einzelner Antragsteller in der Beschwerdeinstanz, das dem ständig mit Spruchverfahren befassten Senat aus einer Vielzahl anderer Verfahren bekannt ist, nicht in Zweifel gezogen. Ihren Beweisanregungen ist nicht nachzugehen. Entscheidend ist, dass die Studie Stehles in Zusammenschau mit den Ergebnissen anderer Studien, allgemeinen Plausibilitätserwägungen, der Rechtsprechung anderer Gerichte und den Empfehlungen des einschlägigen Berufsverbandes als ausreichende Schätzgrundlage angesehen werden kann. Dies gilt auch trotz der in der Bewertungspraxis vereinzelt erhobenen Bedenken dagegen, die Marktrisikoprämie anhand des Deutschen Rentenperformance-Index (RECP) als Anleihenalternative abzuleiten (kritisch dazu etwa Knoll/Wenger, Bewertungs-Praktiker 2011, 18 ff.).

Der Ansatz mit 4,5 % nach Steuern entspricht zudem gängigen Annahmen in der Bewertungspraxis (vgl. Senat, Beschlüsse v. 17.12.2015 – I-26 W 22/14 (AktE) Rn. 49, AG 2016, 504, 507: Stichtag August 2010; 28.10.2019 – I-26 W 3/17 (AktE) Rn. 60 ff., BeckRS 2019, 28536: Stichtag März 2008; OLG Frankfurt, Beschluss v. 17.12.2012 – 21 W 39/11 Rn. 66, AG 2013, 566, 570: Stichtag Juli 2008; OLG Stuttgart, Beschluss v. 15.10.2013 – 20 W 3/13 Rn. 133, AG 2014, 208, 212: Stichtag Dezember 2009; OLG München, Beschluss v. 5.05.2015 – 31 Wx 366/13 Rn. 80, AG 2015, 508, 512: Stichtag Oktober 2009). Der Senat hat in einem Bewertungsfall mit Stichtag im November 2007 – ebenfalls nach Verabschiedung der Unternehmenssteuerreform - eine mit 5 % nach Steuern angesetzte Marktrisikoprämie als angemessen erachtet (Senat, Beschluss v. 4.07.2012 – I-26 W 8/10 (AktE) Rn. 47 ff., AG 2012, 797, 799). Nach alledem besteht jedenfalls kein Anlass, die Marktrisikoprämie niedriger anzusetzen.

3.2 Ebenfalls keine Bedenken bestehen – auch unter Berücksichtigung des Vorbringens einzelner nicht beschwerdeführender Antragsteller in der Beschwerdeinstanz – gegen den Wachstumsabschlag, den das Landgericht im Einklang mit allen sachverständigen Bewertern mit 1 % angesetzt hat.

Wie das Landgericht zutreffend ausgeführt hat, bewegt sich der von ihm mit 1 % angenommene Wachstumsabschlag im Rahmen der üblichen Spanne. Der Wachstumsabschlag hängt vom Einzelfall ab, wobei Wachstumsabschläge zwischen 0,5 % und 2 % als üblich angesehen werden (vgl. van Rossum aaO § 305 Rn. 169). 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, Beschluss v. 10.04.2019 – I-26 W 6/17 (AktE) Rn. 60, AG 2019, 836, 839).

Die Bewertungsgutachterin G. hat den von ihr mit 1 % geschätzten Wachstumsabschlag nach diesen Maßgaben vertretbar mit den nachhaltig zu erwartenden Wachstumspotentialen der C. begründet, die sich durch den sich verschärfenden Wettbewerb und dadurch bedingt zunehmenden Margendruck auszeichnen sollten (BGA

Tz. 280). Die sachverständige Prüferin hat diesen Wert für angemessen gehalten (Prüfbericht S. 53 f.). Sie hat ausgeführt, dass für die Schätzung des langfristigen Ergebniswachstums neben der - langfristig mit 1 % bis 2 % antizipierten - nominalen Geldentwertung auch reale Entwicklungen von Bedeutung seien. Da die C.-Gruppe im oberen Preissegment tätig sei und ihre Produkte und Dienstleistungen bereits heute an der Preisobergrenze vermarkte, sei vor dem Hintergrund eines sich verschärfenden Wettbewerbs ein zunehmender Druck auf die Margen zu erwarten, weshalb nicht davon auszugehen sei, dass der Konzern künftig in vollem Umfang in der Lage sein werde, die inflationsbedingten Kostensteigerungen vollständig weitergeben zu können (Prüfbericht S. 54). Auch der Sachverständige hat den Ansatz mit 1 % - im eingeschwungenen Zustand der ewigen Rente – vor dem Hintergrund der allgemeinen Entwicklung der Branche sowie des realen Wachstumspotentials und der Wettbewerbsposition der C. für angemessen befunden; zudem hat er das Potenzial der C. für weiteres wertsteigerndes Wachstum in einer dreijährigen Konvergenzphase erfasst (Gutachten Tz. 410, 412). Wie er überdies im Anhörungstermin ausgeführt hat, hat er in seine Betrachtung die vom Vorstand geplanten und getätigten Investitionen einbezogen (Prot. S. 6, Bl. 2133). Danach kann der pauschal gebliebene Einwand, der Wachstumsabschlag dürfe nicht unterhalb der nachhaltig zu erwartenden Inflationsrate angesetzt werden, da zu erwarten sei, dass Aufwendungen für Bäder und Badmöbel in Zukunft überdurchschnittlich steigen würden, die landgerichtliche Schätzung nicht in Zweifel ziehen. Angesichts dessen besteht kein Anlass, den Wachstumsabschlag höher anzusetzen.

3.3 Dass das Landgericht – der übereinstimmenden Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, der sachverständigen Prüferin und des gerichtlich bestellten Sachverständigen folgend - zusätzlich eine Thesaurierung zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Phase der ewigen Rente angenommen hat, ist nicht zu beanstanden; insbesondere liegt darin keine Doppelberücksichtigung zu Lasten der Minderheitsaktionäre. 82

Der Sachverständige hat überzeugend erläutert, dass die Ermittlung eines nachhaltigen Wachstums in der zweiten Phase zunächst eine eingehende Analyse auf der Basis langfristig zu prognostizierender Wachstumstrends und die Berücksichtigung der damit verbundenen Investitionshindernisse erfordert (IDW S1 2008 Tz. 97, Gutachten Rn. 216). Er hat darauf hingewiesen, dass das zum Erhalt der bilanziellen Kapitalstruktur in der ewigen Rente notwendige künftige Bilanzwachstum in der Bewertungspraxis nahezu einheitlich mit einer synchronen Ausweitung des Eigen- und Fremdkapitals finanziert wird. In Anbetracht dessen hat er den Ansatz der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin, die die nachhaltig notwendige Thesaurierung zur Finanzierung des nachhaltigen Wachstums in der Fortführungsphase mit 1 % bezogen auf das Eigenkapital zum Ende des Detailplanungszeitraums zugrunde gelegt haben, ausdrücklich für sachgerecht erachtet (vgl. BGA Tz. 232, Prüfbericht S. 34, Gutachten Tz. 219). 83

Dagegen bestehen – auch unter Berücksichtigung der Ausführungen im Senatsbeschluss vom 6.04.2017 (I-26 W 10/15 (AktE) Rn. 42, AG 2017, 754, 756) - keine Bedenken. Durch die Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum lässt sich der von den Eigenkapitalgebern zu tragende Anteil an Investitionen berücksichtigen, die für das geplante nachhaltige Wachstum notwendig sind und so dem nachhaltigen Erhalt der bilanziellen Kapitalstruktur dienen (Senat, Beschlüsse v. 6.04.2017 aaO; 12.11.2015 – I-26 W 9/14 (AktE) Rn. 61, aaO; OLG Frankfurt, Beschluss v. 17.01.2017 - 21 W 37/12 Rn. 91 f., AG 2017, 626; OLG München, Beschluss v. 26.06.2018 – 31 Wx 382/15 Rn. 90, AG 2018, 753, 755; OLG Stuttgart, Beschluss v. 5.06.2013 - 20 W 6/10 Rn. 181, AG 2013, 724; OLG Karlsruhe, Beschluss v. 15.11.2012 - 12 W 66/06 Rn. 128, AG 2013, 353; Popp/Ruthardt in: Fleischer/Hüttemann, aaO Rn. 12.56). In seiner Entscheidung vom 6.04.2017 hat der Senat bezogen auf die dort zugrunde liegende Bewertung eines 84

Energieversorgungsunternehmens eine Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum – dem dort gerichtlich bestellten Sachverständigen folgend – nicht für geboten erachtet, da dort eine detaillierte Planung der nachhaltigen Investitionskosten in der Phase der ewigen Rente nicht vorlag. Der Sachverständige hatte daher die zur Erhaltung der Ertragskraft notwendige Investitionstätigkeit – vor dem Hintergrund, dass die Bewertungsgutachter diese nur überschlägig geschätzt hatten – kraftwerksindividuell für das Portfolio im Jahr 2007 unter Berücksichtigung einer Kostensteigerung von 1,5 % bis zu den jeweiligen Wiederbeschaffungszeitpunkten und einer Diskontierung zum Kapitalisierungszins nach Steuern berechnet (kritisch zum Verhältnis zwischen Reinvestitionsrate und Wachstumsthesaurierung Popp, Der Konzern 2019, 105 ff.). Ein solcher Ausnahmefall ist vorliegend nicht gegeben.

Nach alledem ist die landgerichtliche Schätzung, mit der es die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung auf 26,41 € je Stückaktie erhöht hat, nicht zu beanstanden. Die Beschwerden der Antragsgegnerin und der Antragsteller waren zurückzuweisen. 85

III. 86

Die Durchführung einer mündlichen Verhandlung ist nicht veranlasst. In der erstinstanzlich durchgeführten Verhandlung vom 8.06.2017 ist der Sachverständige umfassend angehört worden. Die Entscheidung des Senats beruht im Wesentlichen auf der Würdigung (bewertungs-)rechtlicher Fragestellungen und Sachverhalte, die bereits erstinstanzlich zwischen den Verfahrensbeteiligten ausführlich thematisiert wurden. 87

Die Kostenentscheidung folgt aus § 15 SpruchG n.F. (§ 136 Abs. 1 Nr. 1, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG). 88

Die Antragsgegnerin hat die Gerichtskosten des Beschwerdeverfahrens einschließlich der Vergütung der gemeinsamen Vertreter gemäß § 15 SpruchG n.F. i.V.m. § 23 Nr. 14 GNotKG, § 136 Abs. 1 Nr. 2, Abs. 5 Nr. 2 GNotKG zu tragen. Billigkeitsgründe, die es gemäß § 15 Abs. 1 SpruchG rechtfertigen können, die Kosten einem anderen Beteiligten aufzuerlegen, liegen nicht vor. 89

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten findet nicht statt, da dies aufgrund der Erfolglosigkeit der wechselseitig eingelegten Rechtsmittel nicht der Billigkeit entspricht. 90

Die Festsetzung des Geschäftswerts - mit dem Unterschiedsbetrag zu der im Übertragungsbeschluss festgelegten Kompensation - beruht auf § 74 Satz 1 GNotKG. 91

Die Rechtsbeschwerde ist 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. 92

Die Entscheidung ist daher rechtskräftig. 93