



**Landgericht Hannover**  
Geschäfts-Nr.:  
23 O 191/09

Hannover, 02.03.2016

## **Beschluss**

In dem Rechtsstreit

gegen

hat die 3. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Hannover aufgrund der mündlichen Verhandlung vom 2. Dezember 2015 durch die Vorsitzende Richterin am Landgericht        den Handelsrichter        und den Handelsrichter beschlossen:

- 1. Die Anträge der Antragsteller auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gem. § 327 f AktG werden zurückgewiesen.**

2. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung und der Auslagen des gemeinsamen Vertreters sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

3. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf 200.000 € festgesetzt.

### Gründe:

I.

Die Antragsteller begehren in dem vorliegenden Spruchverfahren die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung wegen ihres Ausscheidens aus der AWD Holding AG, infolge der Übertragung ihrer Aktien an die Antragsgegnerin als Hauptaktionären (Squeeze-Out).

Die im Jahr 1987 als Allgemeiner Wirtschaftsdienst Gesellschaft für Wirtschaftsberatung und Finanzbetreuung mbH mit Sitz in Burgdorf gegründete AWD Holding AG (AWD Holding), die ihren Sitz in Hannover hat, ist ein auf dem Gebiet der Finanz- und Wirtschaftsberatung sowie Vermittlung von Vermögensanlagen tätiges Unternehmen. Der satzungsgemäße Gegenstand der Gesellschaft ist die Wirtschaftsberatung, die Finanzberatung, die Vermittlung von Finanzierungen, Versicherungen und Vermögensanlagen, insbesondere Kapitalanlagen sowie Immobilien und Immobilienprodukte, die Personalberatung, der Erwerb, die Veräußerung und Bewirtschaftung von Immobilien, die Gründung, der Erwerb und die Beteiligung von bzw. an Unternehmen, die in den vorgenannten Geschäftsfeldern tätig sind.

Die Geschäftstätigkeit der AWD Holding ist nach Regionen aufgliedert und umfasst die Regionen Deutschland, Österreich & CEE, Schweiz, Großbritannien und Italien.

Das Geschäftsjahr der AWD Holding entspricht dem Kalenderjahr. Die Aktie der AWD Holding ist seit dem 20. Oktober 2000 börsennotiert. Am 3. Dezember 2007 beschlossen und die AWD Holding eine strategische Partnerschaft einzugehen, in deren Zuge und der Gründer der AWD Holding die Veräußerung der von ihm und seiner Familie gehaltenen Aktien zum Preis von 30 € je AWD Aktie vereinbarten. Am 14.

Januar 2008 wurde ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot der Antragsgegnerin, einer 100%igen Tochter der gegenüber den Aktionären der AWD Holding AG zu 30 € pro Aktie bekanntgegeben. Am 14. August 2008 gab die AWD Holding eine ad hoc Meldung über den geplanten Squeeze-Out heraus (Anlage AG 6). Am 24. November 2008 gab die AWD Holding in einer Pressemitteilung bekannt, dass der von der Antragsgegnerin mit Schreiben vom 10. Oktober 2008 beantragte Squeeze-Out auf einer außerordentlichen Hauptversammlung am 24. Februar 2009 beschlossen werden soll (Anlage AG 7).

Die Antragsgegnerin konkretisierte ihr Übertragungsverlangen unter Bezugnahme auf den Übertragungsbericht vom 8. Januar 2009, der eine gutachterliche Stellungnahme der enthält (Anlage AG 4). Das Grundkapital der Gesellschaft betrug zum Zeitpunkt des Berichts gemäß § 327c Abs. 2 Satz 1 AktG 38.639.016 € und war in 38.639.016 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt, wovon die Antragsgegnerin 96,71 % (37.368.484) und die Minderheitsaktionäre 3,29 % (1.270.532) hielten. In dem Bewertungsgutachten kommt zu dem Ergebnis, dass sich der objektivierte Unternehmenswert der AWD Holding nach dem Ertragswertverfahren (Ertragswert) auf 1.087,49 Mio. € beläuft, was bezogen auf 38.639.016 AWD Aktien einem Wert je AWD Aktien in Höhe von 28,14 € entspreche. Der Börsenkurs im Referenzzeitraum (3 Monate vor der Veröffentlichung am 24. November 2008) wurde mit 27,93 € je AWD Aktie angegeben (vgl. Anlage AG 4). Den außenstehenden Aktionären wurde eine Barabfindung von 30 € je Aktie angeboten. Der mit Beschluss vom 20. November 2008 gerichtlich bestellte sachverständige Prüfer billigte die angebotene Abfindung in seinem Prüfbericht vom 12. Januar 2009 als angemessen (Anlage AG 5).

Am 24. Februar 2009 beschloss die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen eine Barabfindung von 30 € je Aktie. Der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung wurde in das Handelsregister eingetragen und die Eintragung am 10. November 2009 veröffentlicht (Anlage AG 1). Der erste Antrag auf Feststellung der angemessenen Barabfindung nach § 327a AktG ging am 10. November 2009 bei Gericht ein (vgl. Bl. 1, GA I).

Zwischen der Antragsgegnerin und der AWD Holding wurde am 4. Januar 2009 ein Gewinnabführungsvertrag geschlossen, dem die Gesellschafterversammlung der

Antragsgegnerin vom 8. Februar 2009 und die Hauptversammlung der AWD Holding vom 24. Februar 2009 zustimmte. Darin verpflichtete sich die Antragsgegnerin, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der AWD Holding, dessen Aktien gegen eine Abfindung von 30 € je Stückaktie zu erwerben.

Die Antragsteller begehren im Spruchverfahren die Festsetzung einer über 30 € je Aktie hinausgehenden Barabfindung. Sie halten die angebotene Barabfindung für zu gering. Die Planungsrechnungen seien zu pessimistisch. Die Annahmen zur Thesaurierung in der Detailplanungsphase bzw. der Phase der ewigen Rente seien zu hoch bzw. zu niedrig. Die geplante Kostensteigerung sei in Relation zu den Umsatzannahmen überhöht. Sie beanstanden die Berücksichtigung von Rückstellungen sowie insgesamt die EBIT-Marge im Detailplanungszeitraum. In die Phase der ewigen Rente sei die dynamische Entwicklung der Vergangenheit nicht projiziert. Die Versteuerung der thesaurierten Gewinne mit dem hälftigen Abgeltungssteuersatz zzgl.

Solidaritätszuschlag berücksichtige nicht, dass vor dem 1. Januar 2009 erworbene Aktien nicht der Veräußerungsgewinnbesteuerung unterfielen. Der Basiszins und die Marktrisikoprämie seien zu hoch angesetzt. Der Referenzzeitraum zur Ermittlung des Beta-Faktors sei unzutreffend gewählt und die durch die Einbindung der AWD Holding in den Konzern eingetretene Risikominderung nicht berücksichtigt worden.

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beantragen die Festsetzung einer angemessenen Abfindung

Die Antragsgegnerin beantragt die Zurückweisung der Anträge.

Sie hält die angebotene Abfindung für angemessen.

Wegen der Einzelheiten des Parteivorbringens wird auf die wechselseitigen Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

Die Kammer hat auf der Grundlage ihres Schreibens vom 26. Oktober 2011 den sachverständigen Prüfer in einem Telefonat am 28. November 2011 mündlich angehört und das Ergebnis der ergänzenden Stellungnahme des sachverständigen Prüfers in der mündlichen Verhandlung vom 9. November 2011 mit den Verfahrensbeteiligten erörtert (Bl. 126 ff, GA LXXIX und Bl. 40 f., 49 ff. GA LXXX). Ferner hat die Kammer auf der Grundlage des am 12. September 2012 verkündeten Beweisbeschlusses (Bl. 358 ff., GA LXXXII) sowie der mit Schreiben vom 2. Januar 2013 vorgenommenen

Einschränkungen des Gutachtauftrags (Bl. 441 f, GA LXXXIII) Beweis erhoben durch Einholung eines Sachverständigengutachtens des Sachverständigen

Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten vom 11. Dezember 2013, das den Verfahrensbeteiligten mit Verfügung vom 4. Februar 2014 zur etwaigen Stellungnahme binnen 6 Wochen zugestellt wurde (vgl. Bl. 555 ff. GA LXXXIII), Bezug genommen.

## II.

1. Die Anträge sind zulässig, worüber die Kammer mit (unangefochten gebliebenem) Beschluss vom 27. Juli 2010 entschieden hat (vgl. Bl. 32 ff. GA LXXVII).
2. Die zulässigen Anträge sind unbegründet.

Die angebotene Abfindung von 30 € pro Aktie ist angemessen i. S. v. § 327a Abs. 1 AktG.

a) Ob die Abfindung angemessen ist, ist eine Rechtsfrage, die von dem Gericht zu beantworten ist (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 8 SpruchG Rn. 4). Die angemessene Abfindung entspricht dem Verkehrswert des Aktieneigentums, das vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln ist (BGHZ 147, 108, 116). Grundlage der Schätzung des Anteilswerts durch das Gericht können alle Wertermittlungen sein, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion nicht einhellig vertreten werden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13, juris, Rn. 77). Danach ist die Verwendung aller zum Zeitpunkt der Vornahme der Unternehmensbewertung gebräuchlichen und anerkannten Methoden für die Ermittlung des Unternehmenswerts verfassungsrechtlich unbedenklich (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 30. Mai 2007 – 1 BvR 1267/06, 1 BvR 1280/06, juris, Rn. 23). Grundlage der Schätzung des Gerichts können demnach vom Grundsatz her sowohl Wertermittlungen basierend auf fundamentalanalytischen Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren als auch auf marktorientierten Methoden wie eine Orientierung an Börsenkursen sein. Entscheidend ist, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (OLG Stuttgart, a. a. O., Rn. 79). Als anerkannt und gebräuchlich in diesem Sinne ist jedenfalls auch das anzusehen, was von dem Institut der

Wirtschaftsprüfer (IDW) in dem Standard IDW S 1 sowie in sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vertreten wird. Die Verlautbarungen des IDW stellen eine anerkannte Expertenauffassung dar und bilden als Expertenauffassung eine Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswertes. Auch wenn die Vorgaben des IDW S 1 und die sonstigen Verlautbarungen des IDW lediglich allgemeine Erfahrungssätze sind, die auf Grund fachlicher Erfahrungen gebildet werden und somit vor allem auch einem dynamischen Prozess unterliegen, sind sie vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt und werden bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet. Ungeachtet der dagegen vorgebrachten Kritik leisten sie somit einen erheblichen Beitrag dazu, die Gleichmäßigkeit und Kontinuität der Unternehmensbewertung im Rahmen der fundamentalanalytischen Bewertungsmethoden zu sichern, was zugleich zur Kontinuität der Rechtsprechung führt, soweit diese Methoden zur Schätzung des Unternehmenswertes in Spruchverfahren herangezogen werden (vgl. OLG Stuttgart, a. a. O., Rn. 80).

b) Die Schätzung des Unternehmenswertes der AWD Holding auf der Grundlage der von        durchgeführten Ermittlung desselben nach dem Ertragswertverfahren, die der gerichtlich bestellte sachverständige Prüfer nicht beanstandet, führt zu dem Ergebnis, dass die von der Hauptversammlung der AWD Holding vom 24. Februar 2009 beschlossene Barabfindung von 30 € je Aktie angemessen ist. Die Kammer schätzt den Verkehrswert des Anteils eines Minderheitsaktionärs, auch unter Berücksichtigung des Ergebnisses des eingeholten Sachverständigengutachtens, das (mit andere Methodik) zu keinem höheren Unternehmenswert gelangt, jedenfalls nicht über diesen Betrag. Das Bewertungsgutachten und der Bericht des sachverständigen Prüfers bieten nach den obigen Ausführungen jedenfalls dann eine hinreichende Schätzgrundlage, wenn die dortige Unternehmensbewertung auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Methoden beruht (OLG Stuttgart, a. a. O., Rn. 83). Dies ist hier der Fall, sowohl hinsichtlich der gewählten Bewertungsmethode als auch hinsichtlich der methodischen Einzelentscheidungen.

Zudem bestehen gegen die konkrete Durchführung des Verfahrens zur Ermittlung des Ertragswerts durch        und die Überprüfung durch den sachverständigen Prüfer keine Bedenken. Die Berücksichtigung der Empfehlungen des IDW S 1 i. d. F. vom 2. April

2008 bei der Anwendung der Ertragswertmethode durch und den sachverständigen Prüfer ist nicht zu beanstanden, da diese als allgemein anerkannt und gebräuchlich gelten und hierauf basierende Wertermittlungen somit taugliche Schätzgrundlagen sind, soweit sie einem in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der betriebswirtschaftlichen Praxis gebräuchlichen Vorgehen entsprechen (OLG Stuttgart, a. a. O., Rn. 85), was hier der Fall ist. Die Auffassung eines Antragstellers, der sachverständige Prüfer habe eine Neubewertung vornehmen müssen, verkennt, dass dieser die Bewertung eines anderen prüft, und nur über das Ergebnis seiner Prüfung zu berichten hat, § 293e AktG. Der detaillierten Darstellung der Antragsgegnerin, in welchen Einzelschritten der sachverständige Prüfer dabei vorgegangen ist und welche Unterlagen ihm dabei vorgelegen haben, sind die Antragsteller nicht entgegengetreten. In der zeitlich mit der Aufstellung des Berichts durch den Hauptaktionär (§ 327 c Abs. 2 Satz 1 AktG) einhergehenden "Parallelprüfung" gemäß § 327 c Abs. 2 Satz 2 AktG ist nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs, anders als einige Antragsteller meinen, kein Verstoß gegen § 327 c Abs. 2 Satz 4, § 293d Abs. 1 AktG, § 319 Abs. 3 HGB zu sehen (vgl. Urteil vom 16. März 2009 – II ZR 302/06, juris, Rn. 32). Letztlich geht auch der Einwand gegen die Ordnungsgemäßheit des Prüfverfahrens fehl, dass der Prüfungsbericht vom 12. Januar 2009 nicht die Verhältnisse am Stichtag (24. Februar 2009) berücksichtige. Aus der Stichtagserklärung vom 24. Februar 2009 geht vielmehr hervor, dass im Zeitraum zwischen Unterzeichnung des Bewertungsgutachtens am 8. Januar 2009 und der Hauptversammlung keine maßgeblichen werterhöhenden Änderungen eingetreten sind (vgl. Anlage AG 10).

Nach Maßgabe der obigen Ausführungen sind nach der Ertragswertmethode die den Aktionären künftig zufließenden Erträge des betriebsnotwendigen Vermögens der AWD Holding zu schätzen (aa) und jeweils mit dem Kapitalisierungszinssatz abzuzinsen (bb) sowie um Sonderwerte zu ergänzen (cc).

aa) Für die prognostizierende Ergebnisentwicklung können die Zahlen zugrunde gelegt werden, die sich aus dem Bewertungsgutachten vom 8. Januar 2009 ergeben. Der sachverständige Prüfer hat diese Ansätze in seinem Bericht vom 12. Januar 2009 gebilligt.

(1) In Bezug auf die gerichtliche Überprüfung der Unternehmensplanung ist zu berücksichtigen, dass es sich insoweit nur um eine Schätzung handelt, die auf

Prognosen über die künftige Entwicklung beruht, von denen nicht nur eine richtige existiert. Deshalb darf die Annahme der Geschäftsführung, die ihre Planung vernünftigerweise als realistisch erachten kann, nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gutachters bzw. des Gerichts ersetzt werden (vgl. OLG Stuttgart, a. a. O., Rn. 88). Insbesondere obliegt es dem Gericht nicht, eine bestimmte, der Planung zugrunde gelegte unternehmerische Einzelentscheidung einer detaillierten Überprüfung dahingehend zu unterziehen, ob sie sich gewinnmaximierend auswirkt oder vielmehr durch andere unternehmerische Weichenstellungen hätte ersetzt werden sollen, sondern es gilt der in § 93 Abs. 1 Satz 2 AktG für das Haftungsrecht verankerte Grundsatz der Autonomie unternehmerischer Entscheidungen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 09. Februar 2010 – 5 W 33/09, juris, Rn. 21).

(2) Ausgangspunkt der Bewertung der AWD Holding waren die konsolidierten Planungsrechnungen der AWD Gruppe für die Jahre 2009 bis 2011, bestehend aus Gewinn- und Verlustrechnungen sowie Bilanzen für die einzelnen Planjahre einschließlich entsprechender Erläuterungen sowie die Projektion der Umsatz- und Ergebnisziele auf Konzernebene für das Jahr 2012 (vgl. Bewertungsgutachten, Rn. 3). Ersichtlich unzutreffend ist in diesem Zusammenhang der Einwand, dass die erst am 9. Dezember 2008 vollständig von der AWD Holding erworbene Deutsche Proventus Gesellschaft zur Vermittlung von Dienstleistungen und Produkten im Allfinanzbereich AG („Proventus AG“) weder in der Planung noch in den Sonderwerten berücksichtigt sei. Das Gegenteil ergibt sich vielmehr aus dem Bewertungsgutachten, wonach die Umsätze der Berater der Proventus AG in die Hochrechnung des Umsatzes des Geschäftsjahrs 2008 (393,9 Mio. €) eingeflossen sind und diese Hochrechnung Grundlage des geplanten Umsatzwachstums in den Jahren 2009 (424,7 Mio. €) bis 2011 (531,2 Mio. €) war (Bewertungsgutachten = BG, Rn. 199, 299).

(a) Gegen die Planungstreue der AWD Holding bestehen auch in Ansehung der vom Bewertungsgutachter im Rahmen der durchgeführten Analyse festgestellten deutlichen, teilweise im zweistelligen Bereich liegenden Verfehlungen der Ist- gegenüber den Plandaten für die Jahre 2005 bis 2008, keine Bedenken, wobei zu berücksichtigen ist, dass die Planung im Segment der Dienstleistungserbringung mit verhältnismäßig hohen Unsicherheiten behaftet ist (BG, Rn. 291). Ferner ließen sich jeweils plausible Gründe für die Verfehlung von Planungszielen finden, die zum Planungszeitraum nicht oder nur sehr eingeschränkt absehbar waren, etwa die Änderung regulatorischer

Rahmenbedingungen, das schleppende Anlaufen des Absatzes für sog. „Riesterprodukte“ und die Gründung des Konkurrenzunternehmens in Hannover Formaxx AG (BG, Rn. 283 f.). Der sachverständige Prüfer hat die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin ebenso wie das Ergebnis auf der Grundlage einer eigenen Analyse der Plan-Ist-Abweichung gebilligt (GA, S. 16, 28f.).

(b) Die Planung der Umsatzentwicklung durch die Gesellschaft ist plausibel und entgegen den Einwendungen zahlreicher Antragsteller nicht als zu konservativ, sondern eher als ambitioniert einzuordnen. Die Planung für die AWD Holding ist in dem Bewertungsgutachten von ausführlich und nachvollziehbar dargestellt. Weder die Vergangenheitsanalyse noch die Herleitung und Begründung der geplanten Umsatzentwicklung, Kostenentwicklung und Entwicklung des Beteiligungsergebnisses geben Anlass zu Beanstandungen. Ferner ist der sachverständige Prüfer auf der Grundlage seiner ausführlichen Prüfung der Unternehmensplanung zu dem nachvollziehbar begründeten Ergebnis gelangt, dass die Planungen nicht zu beanstanden sind und keine zum Nachteil der Antragsteller gehende konservative Planung vorliegt (GA, S. 28f.).

Die Planung geht dabei im Detailplanungszeitraum (2009 bis 2011) von einer durchschnittlichen jährlichen Steigerungsrate der Umsatzerlöse von 12,8 % aus. Damit wird sowohl das prognostizierte Marktwachstum als auch das bereinigte durchschnittliche Wachstum des Vergangenheitszeitraums (2005 bis 2007) um rd. 3,1 Prozentpunkte übertroffen, was den Zugewinn von Marktanteilen impliziert (BG, Rn. 294). Auf Ergebnisebene entspricht diesen prognostizierten Entwicklungen ein deutlicher, kontinuierlicher Anstieg des EBIT auf 91,6 Mio. € in 2011. Nach einer im Geschäftsjahr 2008 erzielten bereinigten EBIT-Marge von lediglich 5,7 % unterstellt die Planung eine Erholung in den Planjahren. Die geplante EBIT-Marge in 2011 in Höhe von 9,9 % erreicht jedoch nicht ganz das Niveau der Jahre 2006 und 2007 von rund 11 %. Damit stellt die Planung auf ein hohes Wachstum des Beraterbestandes ab und impliziert eine Stabilisierung der Märkte (BG, Rn. 294 bis 296), nachdem es im Jahr 2008 infolge der Finanzmarktkrise zu einem Umsatzeinbruch gekommen war. Diese Annahmen schätzt das Bewertungsgutachten zwar als ambitioniert, aber in Ansehung der in den Jahren 2005 bis 2007 bewiesenen Ertragskraft der AWD Holding als erreichbar ein (BG, Rn. 297). Der sachverständige Prüfer hat hierzu ausgeführt, dass die nach Umsatzeinbruch im Jahr 2008 infolge der Finanzmarktkrise bereits 2009 nach

der Planung sowohl für den Umsatz als auch für das Ergebnis angenommene Trendwende, angesichts der möglichen Auswirkungen der Finanzmarktkrise tendenziell als ehrgeizig einzuschätzen aber plausibel sei (GA, S. 28 f.). Anhaltspunkte für unvertretbare Annahmen zum Nachteil der Anteilseigner sind nicht ersichtlich.

Dass es sich um eine ambitionierte Planung handelt, wird insbesondere daraus deutlich, dass die tatsächlich erzielten Umsatzerlöse der AWD Holding in den Geschäftsjahr 2008 und 2009 deutlich hinter den geplanten Umsatzerlösen zurückbleiben (vgl. Anlagen AG 16 und AG 17), was insbesondere auf dem Anhalten der weltweiten Wirtschaft- und Finanzmarktkrise beruhte (Anlage AG 17), der Wettbewerber MLP AG im Geschäftsjahr 2009 ebenfalls Umsatzrückgänge hinnehmen musste (Anlage AG 18), insgesamt in dem hier in Rede stehenden Zeitraum Abschlüsse bei Lebensversicherungen rückläufig waren (Anlage AG 19) und ein Rückgang der Anteile an Investmentfonds sowie insgesamt ein Trend zum Vertrieb über Banken und Sparkassen zu verzeichnen war (Anlage AG 20). Der pauschale Einwand, das mit 3 % angenommene Wachstum der wiederkehrenden Provisionen liege kaum oberhalb der erwarteten Geldentwertungsrate, ist ersichtlich unzutreffend. In dem hier maßgeblichen Zeitraum (2008 bis 2011, wohingegen der Zeitraum 2007 bis 2011 ersichtlich durch die Finanzmarktkrise beeinflusst ist) beträgt die Wachstumsrate 6,2 % und liegt damit deutlich oberhalb der Inflationsrate von 2 %. Zudem ist die Annahme unzutreffend, dass das erzielte Umsatzwachstum in der Vergangenheit (2005 bis 2007) höher als das geplante Wachstum im Zeitraum 2008 bis 2011 sei. Das Gegenteil ergibt sich aus dem Bewertungsgutachten, wonach sich die Umsatzsteigerung im Zeitraum 2005 bis 2007 auf 9,7 % und im Zeitraum 2009 bis 2011 auf 12,8 % pro Jahr beläuft (BG, Rn. 263, 292). Der Einwand, dass bei der Prognoserechnung die Umsatzerlössteigerung nur verhältnismäßig zur Entwicklung der Beraterzahl prognostiziert werde und nicht die Zunahme des verwalteten Vermögens in den Blick genommen werde, verkennt das Geschäftsmodell der AWD Holding, die keine Vermögensverwaltung, sondern einen Finanzvertrieb betreibt, d.h. Produkte unterschiedlicher Produktanbieter wie Versicherungen, Banken, Investmentfonds usw. vermittelt (BG, Rn. 63, 67).

Die Einwände zahlreicher Antragsteller in Bezug auf die Berücksichtigung der Kostenentwicklung geben ebenfalls keinen Anhalt für unvertretbare Annahmen im Rahmen der Planung. Die in Relation zum Umsatz im Planungszeitraum um rund 4 bis

5 Prozentpunkte gestiegenen Kosten von 62,4 % sind plausibel durch die entsprechend geplante Umgestaltung der Vergütungssysteme begründet, die das Ergebniswachstum sichern soll (BG, Rn. 294, 303). In diesem Kontext erfolgte im Jahr 2008 auch kein Beraterabbau, sondern ein Berateranbau (BG, Rn. 295,299), woraus eine Kostensteigerung gleichermaßen abgeleitet werden kann. Ein Anstieg der Vertriebskosten in der Region Deutschland, der nur in Relation zu den Umsatzerlösen relevant ist, geht aus dem Bewertungsgutachten gerade nicht hervor. Vielmehr ergibt sich aus der Übersicht (Rn. 298), dass im Planungszeitraum (2009 bis 2011) ein sinkender Anteil der Vertriebskosten am Umsatzerlös geplant ist (12,3 % bis 10,8 %). Rückläufiger Provisionsaufwand ist durch die im Jahr 2008 durchgeführte Umstrukturierung in der betrieblichen Vertriebsorganisation der AWD Holding ersichtlich nicht zu erwarten, wobei Provisionen den Anteil an erwirtschafteten Abschlussprovisionen darstellen, wohingegen Vertriebskosten Aufwendungen zur Vertriebsunterstützung, etwa für Veranstaltungen und Schulungen beinhalten, die gerade nicht durch eine Umstrukturierung der betrieblichen Vertriebsorganisation beeinflusst werden. Zudem geben auch nicht in den Vertriebskosten enthaltene, zu bereinigende Marketingaufwendungen und Kosteneinsparungen durch den Vertrieb über das Internet Anhalt für eine unplausible Planung. Soweit die AWD Holding verlautbart hat Marketingmittel effizienter verwenden zu wollen (Anlage AG 22), lässt sich daraus keine geplante Einstellung des Marketings ableiten. Was den Internetvertrieb anbelangt, ist dieser bereits im Jahr 2008 eingestellt worden (BG, Rn. 233), was ersichtlich auf dem Geschäftsmodell der AWD Holding basiert, auf der Grundlage eines persönlichen Beratungsgesprächs und einer individuell zu entwickelnden Finanzstrategie Produkte empfehlen zu können (BG, Rn. 61 bis 67). Letztlich verfängt die Argumentation, Rückstellungen für Sammelklagen gegen AWD Österreich beeinflussten den Unternehmenswert negativ, bereits deshalb nicht, weil die Rückstellungen erst nach dem Bewertungsstichtag gebildet wurden und das Jahr 2008 nicht in die Bewertung eingeflossen ist.

Ohne Erfolg bleiben auch die Einwände gegen die geplante Entwicklung des EBIT, da die von den Antragstellern genannten Kautelen (insbesondere die Auswirkungen der Finanzmarktkrise, der Bedarf an privater Altersvorsorge infolge des demographischen Wandels und die nicht unerheblich Verhandlungsmacht der AWD Holding) bereits bei der Planung Berücksichtigung gefunden haben (BG, Rn. 265f.). Zudem ist es für die Kammer ohne weiteres plausibel, dass der Anstieg der Umsatzerlöse infolge der

Steigerung der absoluten Kosten, u. a. aufgrund der Erhöhung der an die Berater zu zahlenden Provisionen, zu einer steigenden EBIT-Marge führt (BG, Rn. 292, 294). Ferner erscheint der Rückgang der EBIT-Marge für die Regionen Deutschland sowie Österreich & CEE infolge Kostensteigerung durch höhere Beraterprovisionen durchaus nicht unplausibel. Darüber hinaus lässt sich eine vollständige Neuausrichtung des Vertriebs der AWD Holding auf Produkte der Antragsgegnerin, die ab 2009 nach Auffassung einiger Antragsteller ein besseres Unternehmensergebnis verhindert haben soll, nicht feststellen. Die Antragsgegnerin hat eine Neuausrichtung in Abrede genommen und - belegt durch die Anlage AG 48 - vorgetragen, dass Produkte der Antragsgegnerin nur einen Anteil von 5 bis 10 % am Portfolio der AWD Holding ausmachten. Dem sind die Antragsteller nicht entgegengetreten. Letztlich lassen sich auch keine Auffälligkeiten daraus ableiten, dass der Habenzinssatz von 4% auf 3 % abgesenkt wurde wohingegen der Sollzinssatz konstant mit 6 % geplant wurde. Dass Geldanlagen am Kapitalmarkt regelmäßig geringere Zinsen erwirtschaften als für die Deckung von Kapitalbedarf aufbringen sind, ist allgemein bekannt.

Zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses in der ewigen Rente (ab 2013) hat der Bewertungsgutachter die Umsatzerlöse der Projektion des Jahres 2012 mit einer Wachstumsrate in Höhe von 1,75 % fortgeschrieben und eine nachhaltige EBIT-Marge von 12,8 % unterstellt (BG, Rn. 361 bis 363). Dieses Vorgehen entspricht den Empfehlungen des IDW (Rn. 76 ff.) und stellt damit eine geeignete Methode dar. Anhaltspunkte dafür, dass - wie Antragsteller einwenden - die Ableitung der betrieblichen Ertragssteuer nicht erfolgt sei, weshalb in der ewigen Rente das ausschüttungsfähige Ergebnis gegenüber dem letzten Planjahr absinke, bestehen nicht. Vielmehr hat der Bewertungsgutachter die betrieblichen Ertragssteuern auf Ebene der einzelnen Landesgesellschaften geplant und in Abzug gebracht (BG, Rn. 370), was der sachverständige Prüfer überprüft und für plausibel erachtet hat (GA, S. 25). Die leichte Verringerung des ausschüttungsfähigen Ergebnisses im Jahr 2013 hat die Antragsgegnerin nachvollziehbar mit dem im Vergleich zum Vorjahr niedrigeren Zinsergebnis erläutert (vgl. Blatt 87, GA LXXVI), ohne dass die Antragsteller dem entgegengetreten wären.

(c) Der Einwand zahlreicher Antragsteller, dass die im Rahmen der strategischen Maßnahmen identifizierten Synergien nicht sachgerecht berücksichtigt seien, ist unbegründet. Erwartete Einsparungen etwa in Höhe von ca. 10 bis 15 Mio. € pro Jahr

durch die Einführung des Best Practice-Ansatzes sind in die Bewertung eingeflossen (BG, Rn. 349 f.). Deshalb geht der Hinweis auf eine Presseverlautbarung vom 26. August 2009, die ein Programm zur Kostensenkung und Effizienzsteigerung erwähnt, mit dem 20 bis 30 Mio. € Einsparpotenzial generiert werden solle, fehlt. Da eine exakte Abgrenzung zwischen echten und unechten Synergien Schwierigkeiten unterlag, hat der Bewertungsgutachter vereinfachend darauf verzichtet, eine Unterscheidung vorzunehmen und auch die echten Synergien bei der Bewertung berücksichtigt, was sich unternehmenswerterhöhend auswirkt hat und auch vom sachverständigen Prüfer befürwortet wurde (BG, Rn. 357,360; GA, S. 23). Ersichtlich unrealistisch ist in Ansehung der geplanten Zunahme der Umsatzerlöse die Auffassung, dass darüber hinaus mit einem Rückgang der Vertriebs-/Verwaltungskosten bzw. darin enthaltenen Marketingkosten zu rechnen sei. Auch verkennt die geäußerte Auffassung, steuerliche Vorteile aufgrund des Gewinnabführungsvertrages seien fehlerhaft unberücksichtigt geblieben, dass der Vertrag zum Stichtag (24 Februar 2009) nicht wirksam war, weil aufgrund dagegen eingereichter Anfechtungs- und Nichtigkeitsklagen eine Eintragung im Handelsregister erst am 2. Dezember 2009 erfolgen konnte.

(d) Die Ausschüttungs- und Thesaurierungsannahmen des Gewinns sind - entgegen der Auffassung diverser Antragsteller - nicht zu beanstanden und können der Schätzung des Unternehmenswertes zu Grunde gelegt werden. Da sich der Ertragswert der AWD Holding aus der Summe der Barwerte der zu kapitalisierenden Nettoausschüttungen und der künftigen Wertbeiträge aus Thesaurierung ergibt, musste der Bewertungsgutachter Annahmen über die Höhe der Thesaurierung bzw. die Ausschüttungsquote treffen. Dabei hat er sich orientiert am Unternehmenskonzept, für die Detailplanungsphase eine Ausschüttungsquote von 75 % zu Grunde gelegt. Da für den Zeitraum der ewigen Rente naturgemäß kein Unternehmenskonzept vorliegt, orientiert sich das Ausschüttungsverhalten an dem der Alternativanlage. Er ist in dem Bewertungsgutachten in der ewigen Rente von einer Ausschüttungsquote von 50 % ausgegangen (BG, Rn. 368).

(aa) Die Höhe der Thesaurierungsquote in der Detailplanungsphase ist nicht zu beanstanden. Sie ist vom Bewertungsgutachter unter Berücksichtigung von IDW S1 2008 (Rn. 36) auf Basis des individuellen Unternehmenskonzepts der AWD Holding bestimmt worden. Dieses sieht bis auf Weiteres eine Ausschüttung von rd. 75 % des Jahresüberschusses der AWD Gruppe vor (BG, Rn. 368). Lediglich im Geschäftsjahr

2009 beschränkt sich die Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierung auf 50 % der thesaurierten Gewinne, was von Bewertungsgutachter plausibel damit erläutert wird, dass das Unternehmenskonzept der AWD Holding in Zukunft die Ausweitung der Geschäftstätigkeit aus den laufenden, operativen Zahlungsmittelzuflüssen zu finanzieren vorsieht, wofür die Hälfte des Thesaurierungsbetrages des Planjahrs 2009 zu verwenden ist (BG, Rn. 368). Die Verwendung der thesaurierten Gewinne ist Bestandteil der Unternehmensplanung, die der Unternehmensbewertung der AWD Holding zugrunde gelegt wurde. Unternehmerische Entscheidungen wie diese dürfen, wenn sie auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufbauen und nicht widersprüchlich sind, nicht durch andere Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08, juris, Rn. 152). Die hier gewählte Ausschüttungsquote von 75 % ist auch in Ansehung der in der Branche üblichen hohen Ausschüttungsquote (vgl. Anlage AG 26) und der im Zeitraum 2005 bis 2007 bei 100 % liegenden Ausschüttungsquote der AWD Holding, plausibel. Dass diese hohe Ausschüttungsquote im Krisenjahr 2008 nicht erreicht werden konnte, liegt dagegen auf der Hand (vgl. Anlage AG 27). Da es sich insoweit um ein Ausnahmejahr handelt, kann dieses für die Bestimmung der Thesaurierungsquote im Detailplanungszeitraum nicht herangezogen werden.

(bb) Soweit der Bewertungsgutachter für die Phase der ewigen Rente angenommen hat, dass das Ausschüttungsverhalten dem einer Alternativanlage entspricht, steht dies im Einklang mit den Empfehlungen des IDW (S1 2008, Rn. 37), also mit einer allgemein anerkannten und gebräuchlichen Methode. Da am Kapitalmarkt Ausschüttungsquoten zwischen 40 % bis 60 % beobachtet werden (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1009, Anlage AG 28), bewegt sich die Annahme einer Ausschüttung in Höhe von 50 % für die Phase der ewigen Rente in diesem Rahmen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 111). Dem stehen aufgrund einer anderen empirischen Untersuchung ermittelte Ausschüttungsquoten von 20 % bis 30 % nicht entgegen, da diese für Unternehmen des TecDAX ermittelt wurden (vgl. Jonas, FB 2006, 479, 482 f., Anlage AG 29), dem die AWD Holding indes nicht angehört. Der Wechsel vom Halbeinkünfteverfahren zum Abgeltungssteuersystem führt ebenfalls nicht zu der Annahme, dass die Ausschüttungsquote in der Phase der ewigen Rente geringer bemessen werden müsse. Denn diese Auffassung verkennt, dass mit der Einführung der Abgeltungssteuer auch Kursgewinne einer Besteuerung unterliegen, weshalb der Einfluss auf die Thesaurierungsquote als gering einzuschätzen ist. Auch geht der

Einwand von Antragstellern fehl, dass der Zeitpunkt für die Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung falsch gewählt sei. Nach dem Bewertungsgutachten wurden der Wertbeitrag aus Thesaurierung zum 30. Juni des laufenden Geschäftsjahres und die Dividendenausschüttungen zum 30. Juni des Folgejahrs zugerechnet und verzinst (vgl. BG, Rn. 395, 396 und 369). Dies steht im Einklang mit § 174 Abs. 1 Aktiengesetz, wonach die Dividende erst zufließt, wenn die Hauptversammlung über die Verwendung des Bilanzgewinns entschieden hat. Da der Gewinn des Vorjahres wegen verschiedener Gegebenheiten erst im zeitlichen Nachlauf ausgeschüttet werden kann, ist nicht zu beanstanden, wenn der Gutachter für die Diskontierung als Auskehrungszeitpunkt die Jahresmitte des Folgejahrs wählt (OLG München, Beschluss vom 26 Juli 2007 - 31 Wx 99/06, juris Rn. 29). Letztlich sind auch nicht wegen des Gewinnabführungsvertrages Verlustausgleichsansprüche früher fällig, woraus sich eine Verschiebung der Thesaurierungsquote ergeben soll. Diese Auffassung verkennt, dass - wie bereits gesagt - zum Stichtag kein wirksamer Gewinnabführungsvertrag vorlag. Zudem kann die Rechtsprechung zum Verlustausgleich nicht ohne Weiteres auf den Gewinnabführungsanspruch angewendet werden.

(e) Ebenfalls nicht zu beanstanden ist die Berücksichtigung typisierter Einkommensteuer auf Anteilseignerebene. Da Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung ein Vergleich der Investition in das zu bewertende Unternehmen mit einer anderen Investition am Aktienmarkt ist, die dem Anleger einen vergleichbaren Ertrag bringt, müssen Steuern bei der Unternehmensbewertung berücksichtigt werden, weil die Erträge aus der Investition in das Vergleichsobjekt besteuert werden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08, juris Rn. 218). Durch das Unternehmensteuerreformgesetz 2008 (Gesetz vom 14. August 2007 - BGBl. I 2007 Nr. 40) wurde für Deutschland zum 1. Januar 2009 für private Kapitalerträge die Abgeltungssteuer eingeführt. Hiernach werden private Kapitaleinkünfte - bei Außerachtlassung der Kirchensteuer - mit einem einheitlichen Einkommensteuersatz von 25 % zzgl. Solidaritätszuschlag von 5,5 %, mithin insgesamt 26,375 %, besteuert (§ 43a Abs. 1 EStG). Die Abgeltungssteuer ist erstmals auf Kapitalerträge und Veräußerungsgewinne anzuwenden, die dem Gläubiger nach dem 31. Dezember 2008 zufließen (§ 52a Abs. 1, Abs. 10 EStG). Demnach wurde vom Bewertungsgutachter, mit Billigung des sachverständigen Prüfers, der nach der Abgeltungssteuer geltende Steuersatz für die ab 2009 zufließenden Dividenden

angesetzt. Es liegt auf der Hand, dass wegen der Vielzahl von Anteilseignern insoweit nur eine Typisierung in Betracht kommt.

Hinsichtlich der Wertbeiträge aus Thesaurierung in der ewigen Rente hat der Bewertungsgutachter eine Veräußerungsgewinnbesteuerung in Höhe von 12,5 % zzgl. Solidaritätszuschlag angewandt. Die Höhe (hälftiger nominaler Steuersatz von 12,5 % zzgl. Solidaritätszuschlag) entspricht der derzeit in der Fachwissenschaft anerkannten und gebräuchlichen Höhe und kann deshalb der gerichtlichen Schätzung zu Grunde gelegt werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 116 m. w. N.). Die zahlreichen Einwände der Antragsteller, die sich darauf berufen, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung für den Wertbeitrag aus Thesaurierung nicht angesetzt werden dürfe, weil auf die vor dem 1. Januar 2009 erworbenen Aktien keine Veräußerungsgewinnsteuer anfalle, bleiben ohne Erfolg. Der Ansatz einer Veräußerungsgewinnbesteuerung für Bewertungsstichtage ab 1. Januar 2009 wird von dem FAUB empfohlen, weshalb keine Bedenken bestehen, die gerichtliche Schätzung hierauf zu stützen (OLG Stuttgart, a. a. O., Rn. 117 m. w. N.). Dies gilt zumal der Bewertungsgutachter die Anwendung der Veräußerungsgewinnbesteuerung nicht nur im Rahmen des Zählers bereits ab 1. Januar 2009 vorsieht, sondern korrespondierend dazu auch im Rahmen der Marktrisikoprämie.

bb) Die den Anteilseignern zukünftig zufließenden Erträge sind mit dem Kapitalisierungszinssatz zu diskontieren, um ihren Barwert zu erhalten. Der Kapitalisierungszinssatz setzt sich aus einem risikolosen Basiszinssatz (1) sowie einem Risikozuschlag (2) zusammen. Da der Unternehmensbewertung eine Nominalrechnung zu Grunde liegt, ist in der Phase der ewigen Rente zudem ein Wachstumsabschlag (3) zu berücksichtigen.

(1) Der Basiszinssatz entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine (quasi) risikofreie Anlage. Er wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet. Dabei kommt es nicht auf die aktuellen Zinssätze am Bewertungsstichtag an, die mehr oder weniger zufällig sind, sondern auf die aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Verzinsung (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 121 m. w. N.). Der Basiszinssatz von 4,25 % vor und 3,13 % nach Steuern wurde von in dem Bewertungsgutachten entsprechend den Empfehlungen des IDW (S1 2008, Rn. 117) aus den von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten und einer

Fortschreibungsannahme anhand der Zinsstrukturkurve ermittelt (BG, Rn. 373 ff.). Gegen die Ermittlung des Basiszinssatzes auf Grundlage der Zinsstrukturdaten entsprechend den Empfehlungen des IDW bestehen keine methodischen Bedenken. Sie entspricht der anerkannten Expertenauffassung des IDW und wird deshalb auch in der Rechtsprechung regelmäßig als Schätzgrundlage anerkannt (OLG Stuttgart, a. a. O., Rn. 124). Den vom Bewertungsgutachter angesetzten Basiszinssatz nach persönlichen Ertragsteuern hält der sachverständige Prüfer gleichermaßen für begründet und zutreffend (GA, S. 32). Vor diesem Hintergrund sind die von verschiedenen Antragstellern unterbreiteten alternativen Berechnungsvorschläge von vorneherein unerheblich. Denn soweit die jeweilige Methode der Herleitung in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist, wie die von dem Institut der Wirtschaftsprüfer (IDW) in dem Standard IDW S1 sowie in sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vertretenen allgemeinen Erfahrungssätze, die hier zugrunde gelegt wurden, ist es nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, vertretbar ermittelte Bewertungsparameter durch andere, ggf. gleichermaßen auf anerkannten Methoden basierende Werte zu ersetzen. Soweit der Sachverständige ebenso wie der Bewertungsgutachter im Rahmen der Beobachtung der tatsächlichen Veränderung des Zinsniveaus im Zeitraum zwischen der Beendigung der Bewertungsarbeiten und dem Bewertungsstichtag (vgl. Blatt 108, GA LXXVI), unter Betrachtung des 3 Monats Zeitraums vor dem 24. Februar 2009 einen Basiszinssatz von 3,92 % annimmt (vgl. Gerichtsgutachten = GGA, S. 57), wirkt sich dieser jedenfalls im Ergebnis nicht zu Gunsten der Antragsteller aus. Sowohl die vom Bewertungsgutachter angestellte Szenario-Betrachtung mit höheren Werten des Basiszinses und gleichbleibenden Parametern im Übrigen (vgl. BG, Rn. 460), als auch die Berechnung des Sachverständigen mit einem Basiszinssatz von 3,92 % (Betafaktor: 1,1; Marktrisikoprämie: 4,5) führt zu keinem den Abfindungsbetrag in Höhe von 30 € übersteigenden Wert (GGA, S. 107). Ferner weist die Antragsgegnerin zu Recht darauf hin, dass mögliche gegenläufige Effekte einer Absenkung des Basiszinssatzes voraussichtlich zu einer Wertminderung führen würden (vgl. auch BG, Rn. 460).

(2) Der Basiszinssatz ist vom Bewertungsgutachter zu Recht um einen Risikozuschlag in Höhe von 4,95 % nach Steuern erhöht worden (BG, Rn. 391), dessen Angemessenheit der sachverständige Prüfer bestätigt (GA, S. 32 f.), weshalb die

Kammer diesen Wert ihrer Schätzung des Unternehmenswertes zugrunde legt. Durch den Risikozuschlag wird in die Bewertung einbezogen, dass bei der Investitionen in ein Unternehmen im Gegensatz zur Anlage in öffentlichen Anleihen die Risiken der unternehmerischen Tätigkeit zu berücksichtigen sind. Es entspricht der herrschenden Auffassung in der Betriebswirtschaftslehre und ständigen Rechtsprechung, dass die Risikoäquivalenz zwischen der Anlage in dem zu bewertenden Unternehmen und der Alternativanlage durch einen Risikozuschlag auf den Basiszinssatz hergestellt werden muss (vgl. IDW S1 2008, Rn. 88 ff.; BGH, Urteil vom 30. September 1981 – IVa ZR 127/80, juris, Rn. 10; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 126 m. w. N.). Die einen Risikozuschlag von vorneherein ablehnende Auffassung diverser Antragsteller, die sie damit begründen, dass die Anlage von Kapital in einem Unternehmen mit keinem größeren Risiko verbunden sei, als eine Anlage in Bundesanleihen, blendet aus, dass - wäre ihre Auffassung richtig - Anleger stets in sichere, mit einer entsprechenden Renditeerwartung ausgestattete festverzinsliche Wertpapiere investieren würden und nicht in Aktien. Dies entspricht indes nicht dem am Markt zu beobachtenden Anlegerverhalten.

Die vom Bewertungsgutachter durchgeführte Ermittlung des Risikozuschlags anhand des Tax-Capital-Asset-Pricing-Modell (Tax-CAPM) ist methodisch nicht zu beanstanden, entspricht der Empfehlung des IDW (S1 2008, Rn. 92) und ist somit anerkannt und gebräuchlich (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11, juris, Rn. 294 m. w. N.). Dabei wird die aus der langjährigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und (quasi) risikofreien öffentlichen Anleihen (Überrendite) ermittelte durchschnittliche Risikoprämie (Marktrisikoprämie) mit einem unternehmensspezifischen Faktor multipliziert (Betafaktor). Soweit es - wie ausführlich von den Verfahrensbeteiligten thematisiert - in der wirtschaftswissenschaftlichen Diskussion Bedenken gegen die Anwendung des Tax-CAPM gibt, ändert dies nichts daran, dass dieses eine anerkannte und gebräuchliche Methode darstellt, die deshalb im Rahmen der richterlichen Schätzung zu Grunde gelegt werden kann (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 128). Auch der gerichtliche Gutachter geht davon aus, dass die Bestimmung der Rendite aus Alternativanlagen am Aktienmarkt mittlerweile "Standard" ist (GG A, S. 25). Der sachverständige Prüfer hat die Heranziehung des CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags ebenfalls für sachgerecht erachtet (GA, S. 34).

Die Grundlage für die Anwendung des Tax-CAPM ist entgegen der Auffassung von Antragstellern nicht durch die Einführung der Abgeltungssteuer entzogen. Auch mit der Einführung der Abgeltungssteuer bleibt das deutsche Steuersystem inhomogen, da die effektive Steuerbelastung auf Kursgewinne von der Haltedauer der Aktien abhängig ist und somit effektiv weiterhin eine Unterscheidung zwischen der Besteuerung von Zinsen und Dividenden und der Besteuerung von Kursgewinnen in die Bewertung einzustellen ist (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 129). Zwar unterliegen ab dem 1. Januar 2009 Kapitalerträge (Zinsen, Dividenden) sowie Veräußerungsgewinne aus privaten Wertpapiertransaktionen einem einheitlichen und vom persönlichen Einkommenssteuersatz unabhängigen Abgeltungssteuersatz von 25 % zzgl. 5,5 % Solidaritätszuschlag (was 26,38 % entspricht). Während jedoch Zinsen und Dividenden jährlich zufließen und erfasst werden, werden Veräußerungsgewinne nur bei tatsächlicher Veräußerung steuerlich erfasst. In der Zwischenzeit werden die Steuern auf die auflaufenden (Kurs-) Gewinne "gestundet". Dies bedeutet, dass Zins- und Dividendeneinkünfte mit einem Steuersatz von 26,38 % jährlich besteuert werden, während Abgeltungssteuer auf Kursgewinne erst zum Zeitpunkt der Realisierung, d.h. im Falle der Veräußerung der Wertpapiere fällig wird. Die effektive Steuerbelastung hängt damit von der angenommenen Haltedauer ab, was den Steuersatz bei langer Haltedauer reduziert. Demgemäß sind Thesaurierungsbeträge im Bewertungsgutachten (Rn. 367, 372) zutreffend mit 12,5 % zzgl. Solidaritätszuschlag steuerlich erfasst worden (vgl. GGA, S. 36).

(a) Die Kammer legt ihrer Schätzung des Unternehmenswertes die vom Bewertungsgutachter angesetzte (BG, Rn. 380) und von dem sachverständigen Prüfer für angemessen gehaltene (GA, S. 36 f.) Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern zu Grunde. Das ganz maßgeblich mit der Frage der Angemessenheit der Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern befasste gerichtliche Gutachten des Sachverständigen bietet jedenfalls keinen Anhalt für die Annahme, dass eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern unangemessen wäre und damit der vorliegenden Unternehmensbewertung nicht zu Grunde gelegt werden könnte. Vielmehr hält der Sachverständige eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern zumindest für plausibel (GGA, S. 51), was - wie schon gesagt - ausreichend ist, um sie seitens der Kammer ihrer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zugrunde zu legen.

(aa) Der angenommene Wert von 4,5 % nach Steuern basiert im Ausgangspunkt auf der bis zur Unternehmenssteuerreform von dem FAUB empfohlenen Marktrisikoprämie von 4,0 % bis 5,0 % vor und 5,0 % bis 6 % nach persönlichen Steuern. Es bestehen keine Bedenken, auch unter Geltung der Abgeltungssteuer diese historische Marktrisikoprämie von 4,5 % vor Steuern und 5,5 % nach Steuern als Ausgangspunkt der Schätzung heranzuziehen, wie dies auch der FAUB empfiehlt. Gegen die Herleitung der historischen Marktrisikoprämie (auch) im vorliegenden Verfahren vorgebrachte Einwände und Bedenken sind in der Fachwissenschaft bekannt, vermögen aber nichts daran zu ändern, dass die Herleitung und Höhe der von dem FAUB empfohlenen Marktrisikoprämie anerkannt und gebräuchlich sind, weshalb die genannte Bandbreite als Ausgangspunkt der Schätzung geeignet ist (OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2013 - 20 W 6/10, juris Rn. 205). Die nunmehr von dem FAUB der Unternehmensbewertung für derartige Bewertungsanlässe explizit zugrunde gelegte Annahme einer typischerweise langen Haltedauer (vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung der FAUB, Seite 2; Wagner/Sauer/Willershausen, WPg 2008, 731, 736) steht dem nicht entgegen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 132). Demnach bestehen für Bewertungsanlässe nach Inkrafttreten der steuerrechtlichen Änderungen, die Anlass zur Überarbeitung des IDW S1 in der Fassung von 2008 waren, keine Bedenken, der gerichtlichen Schätzung die unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer auf 4,5 % nach Steuern angepasste Marktrisikoprämie zu Grunde zu legen (a. a. O., Rn. 133). Dieser Wert liegt in der Bandbreite des Vorschlags des FAUB, der nach Einführung der Abgeltungssteuer durch die Unternehmensteuerreform eine Marktrisikoprämie von 4,5 % bis 5,5 % vor Steuern und 4 % bis 5 % nach Steuern für sachgerecht hält (IDW-Fachnachrichten 12/2009, S. 697; zur Begründung vgl. Ergebnisbericht-Online über die 95. Sitzung des FAUB, Seite 3; Wagner/Sauer/Willershausen, Wpg 2008, 731, 740). Auch wenn die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion zur Bestimmung der Marktrisikoprämie weiterhin nicht abgeschlossen ist, kann eine derart innerhalb gängiger Bandbreiten liegende Marktrisikoprämie ohne weiteres nach § 287 Abs. 2 ZPO herangezogen werden (a. a. O., Rn. 133). Soweit sich die Argumentation von Antragstellern darauf richtet, durch eine Begutachtung der Datenbasis von zu den Akten gereichten Studien bessere Erkenntnisse zur Marktrisikoprämie zu erlangen, ist dies ohne Aussicht auf Gewinn einer genaueren Basis für die vom Gericht anzustellende Schätzung. Das aktienrechtliche Spruchverfahren dient nicht dazu, die Entwicklung der

Wirtschaftswissenschaft zu fördern. Es soll vielmehr in 1. Linie die von einem Sachverständigen zu vermittelnden Ergebnisse der betriebswirtschaftswissenschaftlichen Forschung heranziehen, um zu einer für die Zwecke des Spruchverfahrens brauchbaren Schätzung des Unternehmenswerts zu kommen (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 30. April 2013 - 12 W 5/12, juris Rn. 47). Entscheidend ist allein, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die Schätzung geschaffen ist, was vorliegend - wie schon gesagt - der Fall ist.

(bb) Der Annahme der Angemessenheit einer Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern stehen die aufgrund des eingeholten Sachverständigengutachtens des Sachverständigen dessen persönliche Anhörung durch die Kammer nicht geboten war, gewonnenen Erkenntnisse nicht entgegen.

Soweit Antragsteller in der mündlichen Verhandlung bzw. danach die Anhörung des Sachverständigen beantragt haben, erfolgte dies verspätet i. S. v. § 296 Abs. 1 ZPO, weshalb ihrem Antrag nicht nachzukommen war. Auf den Sachverständigenbeweis finden, nach dem hier maßgeblichen § 30 FamFG (da der erste Antrag auf Einleitung eines Spruchverfahrens am 10. November 2009 bei Gericht eingegangen ist; vgl. zur Maßgeblichkeit des Beginns des Instanzenzugs für das anzuwendende Verfahrensrecht OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2014 - 26 W 16/13 (AktE), juris Rn. 7), die §§ 402 bis 414 ZPO entsprechende Anwendung (vgl. Sternal in Keidel FamFG, 18. Aufl., § 30, Rn. 81). Deshalb hatten die Verfahrensbeteiligten im Falle der hier angeordneten schriftlichen Begutachtung i. S. v. § 411 Abs. 1 ZPO dem Gericht ihre Einwendungen gegen das schriftliche Gutachten, die Begutachtung betreffende Anträge und Ergänzungsfragen innerhalb der seitens des Gerichts gesetzten Frist mitzuteilen. Die Anordnung der schriftlichen Begutachtung kann nicht ernsthaft in Abrede genommen werden, nachdem das Gericht mit Beschluss vom 12. September 2012 auf acht Seiten Beweisfragen an den Sachverständigen formuliert hat, die für eine mündliche Erörterung ersichtlich ungeeignet waren (Bl. 358 ff. GA LXXXII ff.) und der Sachverständige daraufhin ein mehr als 100 Seiten umfassendes schriftliches Gutachten erstellt hat. Den Verfahrensbeteiligten wurde das am 23. Dezember 2013 bei Gericht eingegangene schriftliche Gutachten mit Verfügung vom 4. Februar 2014 zugestellt, verbunden mit einer Fristsetzung zur Stellungnahme binnen sechs Wochen (Bl. 555 ff. GA LXXXIII). Zum Gutachten Stellung genommen haben innerhalb der gesetzten Frist diverse Antragsteller sowie die Antragsgegnerin,

ohne dass indes die Anhörung des Sachverständigen zu ergänzenden Fragen beantragt wurde (vgl. Bl. 569 ff. GA LXXXIII). Demgemäß bestand für die Kammer kein Anlass, den Sachverständigen gemäß § 411 Abs. 3 ZPO zur Erläuterung des Gutachtens zum Termin zu laden. Da im Falle des Stattgebens des erstmals im Verhandlungstermin vom 2. Dezember 2015 gestellten Antrags auf Anhörung des Sachverständigen das Verfahren verzögert worden wäre, weil es der Vertagung bedürft hätte, liegen die Voraussetzungen für die Zurückweisung des Antrags als verspätet gem. § 411 Abs. 4 Satz 2, 2. HS, § 296 Abs. 1 ZPO vor.

Wie bereits gesagt, geht auch der Sachverständige davon aus, dass eine Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern plausibel begründbar ist, wenngleich er im Ausgangspunkt eine Marktrisikoprämie von 3 % vor Steuern in Ansatz bringt (GGA, S. 40), die um einen Zuschlag von etwa 0,5 % aufgrund der Änderung des Steuersystems mit der Unternehmensteuerreform und aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus um einen Zuschlag von ca. 0,5 % bis 1,0 % zu erhöhen ist (GGA, S. 48). Zudem würde ein - wie den obigen Ausführungen zu entnehmen ist - tatsächlich nicht gebotener Verzicht auf die fiktive Veräußerungsgewinnbesteuerung der Thesaurierungsbeträge zu einer weiteren Erhöhung der Marktrisikoprämie führen, weshalb anstelle einer Marktrisikoprämie von 4,5 % eine solche von 5,0 % zu wählen sei, in dessen Folge sich der Wert je Aktie auf 27,77 € verringern würde (GGA, S. 82). Denn verzichtet man auf die Veräußerungsgewinnsteuern, muss die dazu „passende“ Marktrisikoprämie gewählt werden (GGA, S. 82). Soweit sich Antragsteller mit der Argumentation gegen diese Beurteilung des Sachverständigen wenden, dass es sich um Aktien aus Altbeständen handele, deren Veräußerungsgewinn nicht der Besteuerung mit der Abgeltungssteuer unterläge, blendet dies aus, dass Käufer (bei einem erneuten Verkauf) den Veräußerungsgewinn ihrerseits zu versteuern hätten. Daraus lässt sich ableiten, dass die Veräußerungsgewinnbesteuerung bei allen Geschäften nach dem 1. Januar 2009 eingepreist ist, wofür auch der Umstand spricht, dass alle Aktien, gleichviel ob sie aus Alt- oder aus Neubeständen herrühren, gleich teuer sind. Die auch vom FAUB ausgesprochene Empfehlung, für Bewertungsstichtage nach dem 1. Januar 2009 die Auswirkungen der Unternehmensteuerreform (pauschal) zu berücksichtigen (IDW-Fachnachrichten 12/2009, S. 697), erscheint der Kammer deshalb plausibel.

Auf die einzelnen Einwendungen der Antragsteller sowie die Bedenken der Antragsgegnerin gegen das gerichtliche Gutachten kommt es nicht an, nachdem die Angemessenheit der Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern - wie dargelegt - aus den unter Ziffer II. 2. b) bb) (2) (a) (aa) genannten Gründen zur Überzeugung der Kammer feststeht.

(b) Den angenommenen Betafaktor von 1,1, der das Maß für das unternehmensspezifische Risiko im Verhältnis zum Marktrisiko darstellt, hat der Bewertungsgutachter ausführlich und für die Kammer nachvollziehbar begründet, weshalb dieser Wert der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zugrunde gelegt werden kann. Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktie des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenige einer Peer Group sein, wobei auch die unternehmensspezifische Risikostruktur berücksichtigt werden kann (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 135). Vorliegend hat der Bewertungsgutachter den Betafaktor 1,1 auf der Grundlage des Börsenkurses der AWD Holding auf monatlicher Basis über eine Referenzperiode von 5 Jahren ermittelt, den er für verlässlicher als eine Peer-Group erachtet (BG, Rn. 384 f.). Dabei hat der Bewertungsgutachter den Börsenkurs ab der am 14. August 2008 veröffentlichten ad hoc Mitteilung des geplanten Squeeze-Out als Maßstab für nicht mehr sachgemäß für eine aussagekräftige Bemessung der operativen Risiken erachtet (BG, Rn. 385). Dies hat er überzeugend anhand des Verlaufs der AWD Aktie im Vergleich zum CDAX damit begründet, dass infolge der ad hoc Mitteilung aufkommende Spekulationen auf eine Barabfindung im Rahmen der angekündigten Strukturmaßnahme zu einer zunehmend sich stabilisierenden Entwicklung der AWD Aktie geführt habe (BG, Rn. 384). Aus dem auf der Seite 119 dargestellten Kursverlauf der AWD Aktie im Vergleich zum CDAX lässt sich eine 1. Abkoppelung der Aktie vom Referenzkurs im Zeitraum 3. Dezember 2007, der Bekanntgabe des Übernahmeangebots der AWD Holding für 30 € pro Aktie, bis zum Ende der Annahmefrist am 13. März 2008 unschwer erkennen (vgl. Markierung 2). Nach einer kurzen Entwicklung des Betafaktors nach unten im Zeitraum März bis August 2008, von einem Betafaktor von rd. 1,4 (BG, Rn. 386) auf ein Niveau von 1,1 Ende Juli 2008 (BG, Rn. 387) unterliegt die AWD Aktie seit August 2008 im Vergleich zum deutlichen

Rückgang des CDAX weit geringeren Schwankungen (Markierung 1), was naheliegend nur auf Abfindungserwartungen im Rahmen der Strukturmaßnahme zurückgeführt werden kann. Der sachverständige Prüfer hat den Beta-Faktor von rd. 1,1 auf der Grundlage eigener Datenerhebungen, der Heranziehung des Bestimmtheitsmaßes  $R^2$  und der Befassung mit dem für die Ableitung des zukünftigen Beta-Faktors in Betracht kommenden Zeitraum, der nachvollziehbar sei, für angemessen und begründbar erachtet (GA, S. 39 f.).

Soweit sich Antragsteller gegen den vom Bewertungsgutachter zugrunde gelegten Betrachtungszeitraum von 5 Jahren wenden, kommt der gerichtliche Sachverständige auf der Grundlage eines Betrachtungszeitraums von 2 Jahren und (bei wöchentlicher Betrachtung) 104 Messpunkten zu einem Betawert von durchschnittlich ca. 1,07 (GGA, S. 69). Insgesamt erhält der Sachverständige einen Betafaktor im Bereich von 0,9 bis 1,1 für angemessen (GGA, S. 70). Damit liegt der vom Bewertungsgutachten angenommene und vom sachverständigen Prüfer gebilligte Wert von 1,1 im Rahmen des Bewertungsermessens. Ohne Erfolg wenden sich Antragsteller gegen die einheitliche Einschätzung des Bewertungsgutachters, des sachverständigen Prüfers und des Gerichtsgutachters, dass der Kurs mit der ad hoc Mitteilung am 14. August 2008 von der Marktentwicklung abgekoppelt war, weshalb der danach liegende Zeitraum nicht mehr für die Berechnung des Betafaktors herangezogen werden konnte. Zwar sind für die Bemessung der Abfindung gemäß § 327b AktG prinzipiell die Verhältnisse zum Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses maßgeblich. Der Bundesgerichtshof hat für den einer angemessenen Abfindung zu Grunde zu legenden Börsenwert der Aktie entschieden, dass im Regelfall auf den nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurse in einem 3-monatigen Zeitraum vor der Bekanntmachung der Maßnahme abzustellen sei. Er hat dies damit begründet, dass mit der Ankündigung einer Strukturmaßnahme an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswerts und damit des der Aktie innewohnenden Verkehrswerts die Markterwartung an die Abfindungshöhe tritt (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09, juris Rn. 12). Da dieselben Erwägungen auch in Bezug auf den Referenzzeitraum zur Ermittlung des Betafaktors gelten, ist es sachgerecht, auch insoweit diesen mit der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme enden zu lassen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 - 20 W2/08, juris Rn. 220). Dass der Aktienkurs der AWD Aktie durch die ad hoc Mitteilung vom 14. August 2008 beeinflusst wurde, geht - wie schon gesagt - aus der auf Seite 119 des Bewertungsgutachtens

wiedergegebenen Grafik hervor (vgl. auch Anlage AG 52). Gegen die Heranziehung des originären Betafaktors der AWD Holding, was von Antragstellern, die eine Ermittlung des Betafaktors auf der Grundlage einer Peer Group bevorzugen, beanstandet wird, hat die Kammer keine Bedenken. Die im Kern mit dem Beweisbeschluss (u. a.) gestellte Frage, ob das unternehmenseigene Beta in Ansehung der zahlreichen Einflussfaktoren überhaupt zur Ermittlung des Betafaktors taugt, hat der Sachverständige dahin beantwortet, dass er das unternehmenseigene Beta für tauglich hält, soweit der Beurteilungszeitraum am Tag der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme endet und eine größere Anzahl von Messpunkten, als nach dem Bewertungsgutachten geschehen, zu Grunde gelegt wird, was aber - wie schon gesagt - nicht zur Annahme eines geringeren Betafaktors führt. Entsprechendes gilt für das Bestimmtheitsmaß, das sich nach Einschätzung des gerichtlich bestellten Sachverständigen zum Zeitpunkt der Festsetzung des Betas am 14. August 2008 bei beiden alternativen Berechnungsmethoden (5- bzw. 2-Jahreszeitraum) auf einem signifikanten Niveau bewegte (GGA, S. 74). Letztlich ist der Sachverständige für die Kammer nachvollziehbar anhand des ermittelten Verschuldungsgrades der AWD Holding und der (GGA, S. 98) zu dem Ergebnis gelangt, dass sich aus der zum Stichtag in Aussicht stehenden und später verwirklichten konzernrechtlichen Einbindung des AWD in die keine besonderen Anhaltspunkte für die Ermittlung des Unternehmenswertes ergeben (GGA, S. 99). Der Sachverständige hat in diesem Zusammenhang aufgezeigt, dass die AWD Holding hinsichtlich ihrer Kapitalstruktur (Eigenkapitalquote zwischen 13 % und 29 %) besser aufgestellt ist als deren Eigenkapitalquote lediglich 4 % bis 6 % beträgt (GGA, S. 99). Vor diesen Hintergrund besteht in Bezug auf den hier in Rede stehenden Bewertungsanlass gerade keine Grundlage für den in der Literatur regelmäßig gezogenen Schluss, die konzernrechtliche Einbindung der abzufindenden Gesellschaft führe zu einem niedrigeren Betafaktor (vgl. GGA, S. 96).

(3) Die Kammer legt ihrer Schätzung den vom Bewertungsgutachten angesetzten, vom sachverständigen Prüfer bestätigten und durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen für plausibel erachteten Wachstumsabschlag für die ewige Rente in Höhe von 1,75 % zugrunde. Der Wachstumsabschlag hat die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung gleichbleibend aus dem letzten Planjahr abgeleitet werden. Mit dem Wachstumsabschlag soll unter anderem dem Umstand Rechnung

getragen werden, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen besser aufgefangen werden kann als bei einer Kapitalanlage in festverzinsliche Wertpapiere. Der Wachstumsabschlag dient demnach der Berücksichtigung der nachhaltig erwarteten Gewinnsteigerung des Unternehmens für den Zeitraum der ewigen Rente (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 141). Die von zur Berücksichtigung des Wachstums angewandte Methodik ist allgemein anerkannt und entspricht den Empfehlungen des IDW S1 2008 (Rn. 94 ff.). Danach wird in der Detailplanungsphase das Wachstum direkt in der Unternehmensplanung berücksichtigt und somit in den finanziellen Überschüssen abgebildet. In der ewigen Rente wird bei Ermittlung der Jahresüberschüsse von einem konstanten nachhaltig zu erzielenden Ergebnis ausgegangen. Die Berücksichtigung der nachhaltig erwarteten Gewinnsteigerung erfolgt über einen Abschlag von dem Kapitalisierungszinssatz. Für den vorliegenden Bewertungsfall hat der sachverständige Prüfer festgestellt, dass in der Detailplanungsphase (2009 bis 2012) die Wachstumspotenziale in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen enthalten sind, da deren einzelne Komponenten als nominale Größen geplant wurden (GA, S. 40). Den aus der Planungsphase I in der Planungsphase II (ewige Rente) fortgeschriebenen Wachstumstrend erachtet der Bewertungsgutachter als leicht unterhalb der erwarteten Inflationsrate, bei 1,75 % liegend, als angemessen (BG, Rn. 390). Diese mit der Inflationserwartung von rd. 2 % für die Jahre 2010 bis 2012 begründete Wachstumsrate der Ergebnisse der AWD Gruppe von 1,75 % hält der sachverständige Prüfer für nicht unplausibel (GA, S. 41). Unter Berücksichtigung der im Bewertungsgutachten angegebenen Wachstumsraten der letzten 4 Jahre für die relevanten regionalen Märkte der AWD Gruppe ergebe sich unter Einbeziehung der Inflation zwar für diesen Zeitraum ein höheres durchschnittliches Wachstum als 1,75 %. Dies werde aber durch die Erkenntnis relativiert, dass es Unternehmen in Deutschland historisch durchschnittlich nicht gelungen sei, ein Gewinnwachstum in Höhe der Inflationsrate zu erreichen. Zudem müsse berücksichtigt werden, dass sich die im Gutachten aufgeführten volkswirtschaftlichen Wachstumsraten für einen Zeitraum von 8 Jahren nicht ewig fortschreiben ließen, sondern langfristig eine Verminderung zu erwarten sei (GA, S. 41). Die Annahme eines organischen Wachstums von 1,75 %, das über den durchschnittlich in der Bewertungspraxis angesetzten Wachstumsraten liege, sei vor allem durch die hohen Wachstumspotenziale der Branche begründbar. Da weiterhin eine hohe Nachfrage nach Altersvorsorgeprodukten und insoweit eine Ausdehnung der AWD

Holding auf weitere Länder zu erwarten sei, erscheine die Wachstumsrate von 1,75 % auch nicht zu hoch angesetzt (GA, S. 42). Diese Einschätzung teilt letztlich auch der gerichtlich bestellte Sachverständige, der zunächst eine, sich zu Gunsten der Antragsteller, Unternehmenswerterhöhend auswirkende Doppelberücksichtigung des Wachstums bei der Bewertung aufdeckt (GGA, S. 78). Die der Annahme einer Wachstumsrate von 1,75 % zugrunde liegende Prämisse, dass die Umsatzerlöse quasi mit der Inflationsrate steigen müssten, hält der Sachverständige aufgrund der Besonderheiten des Strukturvertriebs, bei dem große Teile der Kosten, insbesondere die Provisionen von Vertriebsmitarbeitern, tatsächlich proportional zum Umsatz wachsen, für plausibel (GGA, S. 81). Dies legt die Kammer gleichermaßen zugrunde.

Der Einwand der Antragsteller, der Wachstumsabschlag müsse zwingend (mindestens) in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate angesetzt werden, überzeugt dagegen nicht. Denn der Wachstumsabschlag bezweckt keinen Inflationsausgleich an sich. Maßgebend für seine Bemessung sind vielmehr nach IDW S1 2008 (Rn. 96) neben dem Umfang, in dem zu erwartende Preissteigerungen der Einsatzfaktoren an Kunden weitergegeben werden können, sonstige prognostizierte Mengen- und Strukturänderungen entsprechend dem jeweiligen Wachstumspotential (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, a. a. O., Rn. 148), wovon auch der sachverständige Prüfer ausgegangen ist. Die Annahme eines Wachstumsabschlags unterhalb der erwarteten Inflationsrate ist nicht deshalb unplausibel, wie die Antragsteller teilweise meinen, weil sie fingiere, dass die Unternehmen damit „schrumpften“. Dies trifft bereits deswegen nicht zu, weil ein Wachstumsabschlag von 1,75 % keine sinkenden, sondern nachhaltig steigende Erträge repräsentiert. Ferner steht dem Einwand von Antragstellern, dass die AWD Holding höhere Kosten an Kunden weiter geben könne, entgegen, dass die inzwischen durch die Rechtsprechung und Gesetzgebung statuierten Offenlegungspflichten bezüglich Beraterkosten, eine unbeschränkte Umlegung von sogenannten „weichen Kosten“ verhindern. Mit der auch im vorliegenden Verfahren vorgetragenen Argumentation, dass in der Vergangenheit das Gewinnwachstum der Unternehmen im Durchschnitt stärker gestiegen sein als die Inflation, hat sich gleichermaßen bereits das Oberlandesgericht Stuttgart in der vorstehend zitierten Entscheidung in überzeugender Weise auseinandergesetzt, worauf Bezug genommen wird (juris Rn. 150). Entsprechendes gilt für die Bezugnahme auf eine im Monatsbericht der EZB 09/2007, S. 47 ff. (vgl. Anlage AG 53) widergegebene

Studie der europäischen Zentralbank "Beziehung zwischen dem Gewinnwachstum der börsennotierten Unternehmen und dem Wachstum der Gesamtwirtschaft", aus der sich bei genauer Betrachtung gerade nicht die behauptete Erkenntnis ergibt, dass von 1974 bis 2004 die Unternehmensgewinne stärker gestiegen seien als das Bruttoinlandsprodukt (a. a. O.). Letztlich steht entgegen der Auffassung einiger Antragsteller auch die Annahme höherer Wachstumsraten in der Detailplanungsphase einem Wachstumsabschlag von 1,75 % nicht entgegen. Die Wachstumsraten in der Detailplanungsphase können nicht in der Zeit der ewigen Rente fortgeschrieben werden, weil ein fortgesetztes konstantes Wachstum in dieser Höhe nicht realistisch ist (a. a. O., Rn. 153).

Eine entsprechende Anwendung des Zuschlagswerts nach § 203 Abs. 2 BewG und damit ein Entfallen des Wachstumsabschlags, da dieser bereits pauschal eingepreist ist, wie ihn Antragsteller fordern, hält die Kammer auf der Grundlage der Ausführungen des Sachverständigen für nicht gerechtfertigt (vgl. GGA, S. 86). Bei der Anwendung des § 203 Abs. 2 BewG zur Bestimmung des Risikozuschlags ist es vielmehr geboten, Modifikationen vorzunehmen. Dies ergibt sich aus dem Unterschied in der Bewertungsmethodik und Intention von vereinfachtem Ertragswertverfahren und der hier in Rede stehenden Unternehmensbewertung zur Ermittlung des „wahren Unternehmenswertes“ (vgl. GGA, S. 87 bis 89).

Im Ergebnis bieten die vom Bewertungsgutachter ermittelten und von dem sachverständigen Prüfer bestätigten Kapitalisierungszinssätze somit eine sachgerechte und nicht zu beanstandende Grundlage für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswerts und können deshalb für diese Schätzung herangezogen werden.

cc) Die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Grundvermögens, der nicht operativen Beteiligungen sowie der steuerlichen Sonderwerte und deren Hinzurechnung zum Ertragswert unterliegt - auch unter Berücksichtigung der Einwände verschiedener Antragsteller - keinen Bedenken. Die Bewertung hat unter Berücksichtigung des IDW Standard S1 2008 (Rn. 59 ff.) vorgenommen (vgl. BG, Rn. 398), also einer anerkannten geeigneten Methode. Der sachverständige Prüfer hat die Bewertung durch überprüft und für sachgerecht befunden (GA, S. 43 f.). Anhaltspunkte dafür, dass der Bewertungsgutachter das als nicht betriebsnotwendig identifizierte Grundstück unzutreffend bewertet hat, was einige Antragsteller rügen, bestehen danach nicht. Grundlage der Wertermittlung ist dabei eine

im August 2005 durchgeführte Wertermittlung eines Grundstückssachverständigen, der den Grundstückswert mit 6,5 Mio. € geschätzt hat. Darüber hinaus hat eine eigene Wertermittlung angestellt, die zu einem darunterliegenden Wert (5,6 Mio. €) führte (BG, Rn. 400). Im Rahmen der Bewertung der AWD Holding hat indessen zugunsten der außenstehenden Aktionäre den vom Sachverständigen festgestellten höheren Wert von 6,5 Mio. € berücksichtigt (BG, Rn. 410). Der sachverständige Prüfer, dem die Bewertungsparameter des Bewertungsgutachters für die eigene Wertermittlung dargelegt wurden, hat den ermittelten Veräußerungsgewinn für nachvollziehbar erachtet (GA, S. 43). Durchgreifende substantiierte Einwendungen erheben die Antragsteller hiergegen nicht. Insbesondere ergeben sich keinerlei tatsächliche Anhaltspunkte dafür, dass der Gutachter oder wertmindernd zu Grunde gelegt hätten, dass die Immobilie nur teilweise vermietet war. Ebenfalls nicht zu beanstanden ist der berücksichtigte Abzug von Ertragsteuern in Höhe von 0,3 Mio. €, den der sachverständige Prüfer ebenfalls für richtig erachtet (GA, S. 43). Da die AWD Holding bei einem Verkauf des nicht betriebsnotwendigen Grundvermögens Ertragsteuer in Höhe von 0,3 Mio. € auf den entfallenden Buchgewinn hätte entrichten müssen, stünde der fiktiv zu entrichtende Steuerbetrag im Falle einer fiktiven Ausschüttung den Minderheitsaktionäre nicht zur Verfügung, weshalb dieser Betrag im Rahmen der Bewertung nicht als Sonderwert berücksichtigt werden kann (vgl. Paulsen, Münchener Kommentar, AktG, Bd. 5, 4. Aufl., § 305, Rn. 139 a). Die am Bewertungsstichtag vorhandenen Beteiligungen hat der Bewertungsgutachter jeweils mit dem höheren Wert aus Eigenkapitalanteil oder Beteiligungsbuchwert als Sonderwert berücksichtigt (BG, Rn. 401). Diesen Bewertungsansatz hält der sachverständige Prüfer für angemessen (GA, S. 44). Durchgreifende Bedenken gegen die danach in Ansatz gebrachten Werte hat die Kammer vor diesem Hintergrund nicht. Es bestehen auch keine Anhaltspunkte dafür, dass die Gesellschaften über nicht berücksichtigte stille Reserven verfügen, was schon deshalb unwahrscheinlich erscheint, weil es sich um nicht mehr operativ tätigen Gesellschaften, Mantelgesellschaften und ehemalige Vertriebsgesellschaften handelt. Letztlich sind auch keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass im Zusammenhang mit der Umstrukturierung des Geschäfts in Großbritannien Sonderwerte zu berücksichtigen wären, zu der das Bewertungsgutachten ausführlich Stellung nimmt (vgl. BG, Rn. 242,263). Dem Einwand, dass liquide Mittel der AWD Holding zumindest teilweise als nicht betriebsnotwendig anzusehen und daher als Sonderwert zu berücksichtigen seien, ist die Antragsgegnerin unter Hinweis auf eine im Jahr 2009 notwendige

Fremdfinanzierung durch ein Darlehen in Höhe von 40 Mio. € entgegengetreten, woraus ohne weiteres erhellt, dass die gesamte frei verfügbare Liquidität für das operative Geschäft des AWD Konzerns erforderlich war (vgl. Blatt 183 GA LXXVI). Der Aktienoptionswert aller zu Bewertungsstichtag ausstehenden Optionsrechte von Mitarbeitern ist zutreffend nicht in Abzug vom Unternehmenswert gebracht worden, was sich zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt. Letztlich verfängt auch der Einwand, dass stille Reserven als Sonderwert berücksichtigt werden müssten, nicht. Da das betriebsnotwendige Vermögen nach der Ertragswertmethode bewertet, d.h. der Unternehmenswert danach bestimmt wurde, welche Erträge die Gesellschaft in Zukunft erwirtschaften kann, waren etwaige aus bilanzieller Sicht bestehende stille Reserven bereits in der Ermittlung des Ertragswerts enthalten. Plausibel ist dieses Ergebnis auch auf der Grundlage des vom Bewertungsgutachter überschlägig ermittelten Liquidationswerts, der die Realisierung der stillen Reserven unterstellt, welcher jedoch unter dem Ertragswert lag (BG, Rn. 445,447).

dd) Bei der Ermittlung des Verkehrswerts der Aktie hat der Bewertungsgutachter zutreffend den damit regelmäßig identischen Börsenkurs der Aktie, der die Untergrenze der "wirtschaftlich vollen Entschädigung" bildet, die Art 14 Abs 1 GG für die Entwertung oder Aufgabe der Anteilsrechte fordert (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289 ff.), herangezogen und dabei den nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurs innerhalb einer 3-monatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme ermittelt, was der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs entspricht (Beschluss vom 19. Juli 2010 - II ZB 18/09, juris Rn. 10). Der Bewertungsgutachter hat dabei den umsatzgewichteten Durchschnittskurs der AWD Aktie im Dreimonatszeitraum vor der Bekanntgabe der Durchführung der Strukturmaßnahme am 24. November 2008 in Höhe von 27,93 € ermittelt (BG, Rn. 448 ff.). Die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters sowie das Ergebnis wird vom sachverständigen Prüfer für zutreffend erachtet (GA, S. 45 ff.). Soweit gegen die Frage der einschlägigen Referenzperiode Einwände erhoben werden, insbesondere mit der Maßgabe, dass die Anknüpfung des 3 Monats Zeitraums an einen - vom Unternehmen frei wählbaren - Zeitpunkt der Mitteilung des beabsichtigten Squeeze-Out Gestaltungsmöglichkeiten für das Unternehmen eröffne, etwa die Mitteilung auf einen Zeitpunkt zu legen, an dem der Börsenkurs 3 Monate zuvor besonders günstig verlaufen war, sind diese mit der vorgenannten Entscheidung des Bundesgerichtshofs überholt, mit der dieser nicht mehr an der Ansicht festhält, dass der Tag der

Hauptversammlung maßgeblich sei, weil die Maßnahme an diesem Tag beschlossen wird (BGH, a. a. O., juris Rn. 12). Vielmehr ist zu berücksichtigen, dass der Stichtagswert auch unter Einbeziehung eines Referenzzeitraums zur Ermittlung des Börsenwertes regelmäßig nicht taugt, weil mit der Ankündigung einer Strukturmaßnahme an die Stelle der Markterwartung hinsichtlich der Entwicklung des Unternehmenswertes und damit des der Aktie innewohnenden Verkehrswertes, die Markterwartung an die Abfindungshöhe tritt (a. a. O.). Der Zeitpunkt der Ankündigung der Strukturmaßnahme ist nur in den Fällen kein geeigneter Anknüpfungspunkt für den Referenzzeitraum, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als dem Ende des Referenzzeitraums und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht (BGH, a. a. O., Rn. 29). Ein längerer Zeitraum zwischen Ankündigung der Strukturmaßnahme am 24. November 2008 und der Hauptversammlung am 24. Februar 2009 (3 Monate) ist vorliegend aber nicht verstrichen. Unter Berücksichtigung der in diesem Zeitraum aufwendig vorzunehmenden Unternehmensbewertung sowie der parallelen Prüfung durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen, sind die verstrichenen 3 Monate als kein längerer Zeitraum anzusehen. Als weiterer Aspekt für die Annahme, dass der relevante Börsenkurs nicht über dem Abfindungswert von 30 € je Aktie lag kommt letztlich hinzu, dass der umsatzgewichtete 3 Monats Durchschnittskurs vor der Hauptversammlung mit 29,33 € ebenfalls unter der angebotenen Barabfindung lag (vgl. Anlage AG 40).

ee) Letztlich geht auch die Auffassung von Antragstellern fehl, dass im vorliegenden Verfahren, bei dem es um die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327 b AktG geht, ein anteiliger Ausgleich nach § 3 des Gewinnabführungsvertrages Berücksichtigung finden müsse. Diese Auffassung verkennt, dass ein Minderheitsaktionär weder ganz noch teilweise einen Anspruch auf Zahlung des festen Ausgleichs für ein Geschäftsjahr hat, wenn der Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär zu übertragen, vor dem Entstehen des Anspruchs auf die Ausgleichszahlung in das Handelsregister eingetragen wird (BGH, Urteil vom 19. April 2011 – II ZR 237/09, juris, Rn. 7). Ebenso liegt der Fall hier. Der Squeeze-Out wurde am 9. November 2009 im Handelsregister eingetragen. Der Gewinnabführungsvertrag ist aber erst am 2. Dezember 2009 wirksam geworden.

c) Nach Maßgabe der vorstehenden Ausführungen beläuft sich der Unternehmenswert der AWD Holding zum 24. Februar 2009 auf 1.055,2 Mio. €.

Bezogen auf die Gesamtzahl der Aktien der Gesellschaft von 38.639.016 Stück, ergibt sich ein Wert je Aktie von 28,14 €. Den seitens der Antragsgegnerin angebotenen Abfindungsbetrag von 30 € je Aktie hält die Kammer deshalb für angemessen.

## II.

Die Gerichtskosten hat die Antragsgegnerin zu tragen. Das folgt aus § 15 Abs. 3 Satz 1 SpruchG in der Fassung vom 17. Dezember 2008. Die durch das genannte Gesetz vorgenommenen Änderungen kommen nach der Übergangsvorschrift des §§ 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 Nr. 1 GNotKV hier noch nicht zum Zuge, weil das Verfahren vor Inkrafttreten des § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG am 1. August 2013 anhängig gemacht wurde. Besondere Gründe, die es gem. § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG unter Billigkeitsgesichtspunkten rechtfertigen würden, ausnahmsweise den Antragstellern die Gerichtskosten ganz oder teilweise aufzuerlegen, sind nicht ersichtlich, auch wenn ihre Anträge letztlich erfolglos geblieben sind.

Gem. § 6 Abs. 2 SpruchG hat die Antragsgegnerin ferner die Vergütung und die Auslagen des gemeinsamen Vertreters zu tragen.

Im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt. Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegner ist im Spruchgesetz in der hier maßgeblichen Fassung nicht vorgesehen (BGH, ZIP 2012, 266, juris Rdnr. 13). Es besteht auch kein Grund, gem. § 15 Abs. 4 SpruchG unter Billigkeitsgesichtspunkten eine Erstattung der Kosten der Antragsteller anzuordnen, nachdem sie in vollem Umfang unterlegen sind.

Die Festsetzung des für die Gerichtskosten maßgeblichen Geschäftswertes beruht auf § 15 Abs. 1 Satz 2 SpruchG. Da es zu keiner Erhöhung der Barabfindung kommt, ist der Mindestgeschäftswert von 200.000 € einschlägig. Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für den Gegenstandswert maßgeblich, nach dem sich die Vergütung des gemeinsamen Vertreters richtet.

**Rechtsbehelfsbelehrung**

Gegen diesen Beschluss ist das Rechtsmittel der Beschwerde statthaft. Die Beschwerdefrist beträgt einen Monat ab Zustellung des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Hannover durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Niederschrift der Geschäftsstelle einzulegen. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Sie ist von dem Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen. Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 600 € übersteigt.