

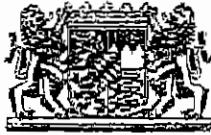
Beglaubigte Abschrift

**Landgericht München I**  
Az. 5HK 5781/15

verkündet am 2.12.2016



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-  
den Richter am Landgericht                      Handelsrichter                      und Handelsrichter  
nach mündlicher Verhandlung vom 18.2.2016 und 23.6.2016 am 2.12.2016  
folgenden

### **B e s c h l u s s :**

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Curanum AG (ait) zu leistende Barabfindung wird auf € 3,13 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 14.2.2015 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert der für die Bemessung der von der Antragsgegnerin zu leistende Vergütung an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre wird auf € 249.283,90 festgesetzt.



## Gründe:

### A.

1. a. Die früher als \_\_\_\_\_ firmierende Antragsgegnerin hielt 39.609.059 Aktien der über ein Grundkapital von € 42.507.000,- verfügenden Curanum AG (alt) (im Folgenden auch: Curanum AG oder die Gesellschaft); die Gesellschaft hielt 405.106 eigene Aktien. Ausweislich von § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft liegt ihr Unternehmensgegenstand in der Errichtung, dem Betrieb und der Verwaltung von Fach- und Rehabilitationskliniken, ärztlichen Versorgungs- und gesundheitstechnischen Einrichtungen, von Senioren- und Pflegeheimen sowie des Gaststätten- und Beherbergungsgewerbes. Zudem kann die Gesellschaft Zweigniederlassungen im In- und Ausland errichten und sich an weiteren gleichen oder ähnlichen Unternehmen beteiligen und deren Geschäftsführung übernehmen, alle Geschäfte tätigen, die ihrem Geschäftszweck förderlich und nützlich sind sowie nach § 2 Abs. 3 der Satzung Kooperationen mit anderen Gesellschaften zur Erreichung des Gesellschaftszwecks eingehen sowie Franchiseverträge abschließen.

Die Hauptversammlung der Curanum AG vom 21.8.2013 fasste den Beschluss, das Grundkapital der Gesellschaft um € 56.676.000,- auf € 99.183.000,- gegen Sacheinlage sämtlicher Geschäftsanteile der

(im Folgenden

auch: \_\_\_\_\_), \_\_\_\_\_ zu erhöhen. Nachdem das Oberlandesgericht München infolge einer von Aktionären erhobenen Anfechtungsklage einen Freigabeantrag der Curanum AG mit Beschluss vom 18.12.2013 zurückgewiesen hatte, hoben die Curanum AG und \_\_\_\_\_ die Einbringung auch wirtschaftlich auf, nachdem eine zeitnahe Einbringung und Durchführung der Kapitalerhöhung nicht mehr möglich war und der Einbringungsvertrag eine auflösende Bedingung über das Unwirk-



samwerden dieses Vertrages enthielt, wenn die Eintragung nicht bis Ende Februar 2014 erfolgt wäre.

Die Antragsgegnerin als übernehmender Rechtsträger und die Curanum AG als übertragender Rechtsträger schlossen am 5.11.2014 einen vom Notar \_\_\_\_\_ beurkundeten Verschmelzungsvertrag, wonach die Curanum AG ihr Vermögen als Ganzes mit allen Rechten und Pflichten unter Auflösung ohne Abwicklung, also im Wege einer Verschmelzung durch Aufnahme auf die \_\_\_\_\_ übertragen sollte. Im Zusammenhang mit der Verschmelzung sollte nach diesem Vertrag ein Ausschluss der Minderheitsaktionäre der übertragenden Gesellschaft gegen angemessene Barabfindung erfolgen; daher soll die Hauptversammlung der Curanum AG innerhalb von drei Monaten nach Abschluss dieses Vertrages über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Barabfindung beschließen. Zudem enthielt der Verschmelzungsvertrag einen Hinweis auf das Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses erst mit der Eintragung dieser Verschmelzung im Register des Sitzes der übernehmenden Gesellschaft. Demgemäß fasste die Hauptversammlung der Curanum AG am 19.12.2014 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 3,03 für je eine auf den Inhaber lautende Stückaktie auf die Antragsgegnerin zu übertragen. Am 15.7.2014 hatte die Gesellschaft eine Ad hoc-Mitteilung über die Absichtserklärung des umwandlungsrechtlichen Squeeze Outs veröffentlicht. Die Aktien der Curanum AG waren zum Handel im regulierten Markt in Frankfurt am Main und München zugelassen; daneben erfolgte Handel auch in den Freiverkehrssegmenten der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg und Stuttgart. In einem Zeitraum von drei Monaten vor dieser Bekanntgabe betrug der gewichtete Durchschnittskurs der Aktie der Gesellschaft € 3,03.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung der Gesellschaft am 19.12.2014 erstattete \_\_\_\_\_ (Im Folgenden auch: \_\_\_\_\_) eine gutachterliche Stellungnahme zum Unter-



nehmenswert der Curanum AG, München, sowie der angemessenen Barabfindung zum Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung (Anlage zum Schriftsatz vom 12.5.2015, Bl. 37/38 d.A.). Dabei ermittelten die Wirtschaftsprüfer von in Anwendung der Ertragswertmethode einen sich aus dem Wertbeitrag aus Nettoausschüttungen und Thesaurierungen zusammensetzenden Ertragswert von € 113,319 Mio., zu dem der Wert des nicht betriebsnotwendigen Vermögens in Höhe von € 533.000,- addiert wurde, woraus sich dann ein Unternehmenswert von € 113,852 Mio. oder ein Wert von € 2,70 je Aktie ableiten ließ. Bei der Kapitalisierung der Überschüsse gingen die Bewertungsgutachter von von einem Basiszinssatz von 2 % vor Steuern und einen in Anwendung des (Tax-)CAPM unter Heranziehung einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach persönlichen Steuern und einer sich aus drei französischen Wettbewerbsunternehmen als Grundlage des Beta-Faktors zusammensetzenden Peer Group ermittelten Risikozuschlag zwischen 2,2 % im Jahr 2014 und 2,4 % im Jahr 2020 sowie von 2,5 % in der Ewigen Rente aus. Im Termin Value ab 2021 ff. gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 1 % aus.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 31.7.2014, Az. 5HK O 14822/14 bestellte Abfindungsprüferin

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 5.11.2014 (Anlage zum Schriftsatz vom 12.5.2015, Bl. 37/38 d.A.) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin auf der Basis des durchschnittlichen gewichteten Börsenkurses festgelegte Barabfindung in Höhe von 3,03 je Aktie stelle sich als angemessen dar.

- c. Der Beschluss über den Squeeze Out wurde am 9.2.2015 in das Handelsregister der übertragenden Gesellschaft Curanum AG eingetragen; die Eintragung des Verschmelzungsvertrages in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft erfolgte am 12.2.2015 und wurde sodann am 13.2.2015 entsprechend § 10 HGB bekannt gemacht. Alle Antragsteller waren am 12.2.2015 Aktionäre der Curanum AG.



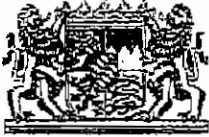
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 13.5.2015 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse es zu einer Erhöhung der Barabfindung kommen, weil diese nicht angemessen sei.
  - a. Die Notwendigkeit der Erhöhung resultiere bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Planannahmen.
    - (1) Bereits allgemeine Planansätze seien unzureichend, weil sich bereits aus der Vergangenheitsanalyse eine mangelnde Planungstreue ableiten lasse und die ohnehin anlassbezogene Planung keine geeignete Grundlage für die Ermittlung des Unternehmenswerts bieten könne. Die Anlassbezogenheit resultiere gerade aus den im Bewertungsgutachten von                    genannten Zahlen, bei denen es Einflussnahmen seitens der Organe der Antragsgegnerin gegeben haben müsse. Der Ansatz einer sieben Jahre umfassenden Detailplanungsphase von 2014 bis 2020 sei mit dem Ziel, erwartete regulatorische Anpassungen negativ einfließen zu lassen, zu lange gewählt. Bei der Stichtagserklärung habe die Verpflichtung zum Ankauf einer Immobilie in Mönchengladbach mit der Folge der Auflösung der gebildeten Drohrückstellung sowie die sich abzeichnende positive Anpassung bei der ehemaligen                    -Gruppe in Bezug auf die Leasingverträge mit der Folge eines gestiegenen Unternehmenswertes berücksichtigt werden müssen.
    - (2) Die fehlende Plausibilität der Planansätze resultiere vor allem aber aus zu pessimistischen Annahmen bei der Umsatzplanung mit einem Anstieg von € 301 Mio. im Jahr 2015 auf lediglich € 313 Mio. im Jahr 2020, was angesichts der demografischen Entwicklung in Deutschland mit daraus resultierenden sehr guten Perspektiven für Alten- und Pflegeheime zu konservativ sei und zudem in Widerspruch zu



den hohen Wachstumsraten der Vergangenheit mit 9,2 % im Jahr 2012, 1,5 % im Jahr 2013 sowie 2 % im Jahr 2014 stehe. Angesichts der Annahme des Anstiegs der Zahl der Pflegebedürftigen um jährlich 1,7 % sei das Wachstum mit 0,8 % p.a. zu gering angesetzt. Die Planung lasse den zu erwartenden stärkeren Anstieg der Beiträge für alle Pflegestufen um 4 % mit anschließender Prüfung der Dynamisierung der Leistungen durch das Erste Pflegestärkungsgesetz zu sehr außer Betracht, zumal der Materialaufwand nach der Planung ebenso wie die sonstigen betrieblichen Aufwendungen stärker steigen werde als der Umsatz. Aus den Ausführungen zu einer soliden Ausstattung der Gesellschaft müsse auf ein weiteres Wachstum auch ohne die -Gruppe geschlossen werden. Zudem könne die Gesellschaft durch eine Expansion ins Ausland neue Märkte erschließen. Ebenso hätte organisches Wachstum durch den Zukauf weiterer Einrichtungen in die Planung einfließen müssen. Nicht nachvollziehbar sei die Annahme der Schließung von Häusern, wobei dies insbesondere hinsichtlich des profitabelsten Hauses in Werl gelte.

- (3) Ebenso müsse die Aufwandsplanung als unplausibel bezeichnet werden, was bereits für die Personalkosten gelte, nachdem der Anstieg der Personalkostenquote nicht zu rechtfertigen sei, weil sich die Personalkosten der privaten Einrichtungen nicht schlechter entwickeln würden als die Leistungen. Zudem bedeute der Anstieg der Personalkosten einen Widerspruch zu der Restrukturierung in den Jahren vor 2014 mit einem strikten Sparkurs. Der zu hohe Ansatz für das Personal ergebe sich zudem aus den Konsequenzen der Zuwanderung aus den osteuropäischen Ländern der Europäischen Union sowie dem Nahen und Mittleren Osten. Weiterhin müsse der vermehrte Einsatz von Robotern und anderen technischen Möglichkeiten stärker in die Planung einfließen.

Dem Ansatz beim Materialaufwand mit einem Anstieg um 4,7 % fehle angesichts der Stagnation des Gesamtumsatzes von 2015 auf 2016



und eines Rückgangs sogar bei der stationären Pflege angesichts der Umsatzabhängigkeit dieser Positionen gleichfalls die Plausibilität. Unzulässigerweise sei es zu einer Verdoppelung des Materialaufwands, der Abschreibungen und der sonstigen betrieblichen Aufwendungen beim Betriebsergebnis gekommen, was sich aus einem Vergleich der Tz. 188 und 164 des Bewertungsgutachtens von ergebe. Die Planung lasse die Auswirkungen der Vorgaben des GEPA NRW außer Betracht, weil der Umbaufwand vom Leasinggeber getragen werden müsse. Zudem dürfe keine Hochrechnung der Auswirkungen eines Landesgesetzes auf das gesamte Bundesgebiet vorgenommen werden. Der Bettenwegfall in Nordrhein-Westfalen ab dem Jahr 2018 führe ebenso wie die Schließung der Einrichtung in Werl zu einer Senkung der Kostenverkehrsätze, insbesondere der Personalkosten. Die Annahme, steigender Pflegebedarf führe zu Kostendruck, verkenne die Sozialisierung der Pflegekosten durch die Politik.

- (4) Bei dem Zinsaufwand, dessen Ableitung unklar sei, müsse es angesichts des niedrigen Basiszinssatzes und des Vorliegens von Immobilienfinanzierungen zwingend zu einer Reduktion kommen, zumal es widersprüchlich sei, wenn der Zinsaufwand trotz der Tilgung von Verbindlichkeiten steige. Der Zinsaufwand sei auch deshalb überhöht angesetzt, weil es im Laufe der Phase I zu Prolongationen mit verbesserten Konditionen kommen werde, bei denen das Zinsniveau für Immobilienfinanzierungen anzusetzen sei. Fehlerhaft sei im Jahr 2015 ein doppelt so hoher Ansatz der Nettoverbindlichkeiten angenommen worden. Aufgrund der Thesaurierung in der Detailplanungsphase müsse es auch zu einem Rückgang des Zinsaufwands und/oder der sonstigen betrieblichen Aufwendungen kommen. Steuerliche Verlustvorträge seien unzutreffend berücksichtigt worden. Die im Termin Value zugrunde gelegte Steuerquote von 36,9 % sei unzutreffend. Unklar sei zudem, wie eine im Jahr 2013 gebildete Steuer-





rückstellung anlässlich einer im Oktober 2014 noch nicht abgeschlossenen Steuerprüfung für die Jahre 2008 bis 2014 in Höhe von € 2,2 Mio. in die Ermittlung des Ertragswertes eingeflossen sei.

- (5) Unklar bleibe der Einfluss der gescheiterten Sachkapitalerhöhung ebenso wie der Einfluss des Dienstleistungsvertrages mit der ; ebenso bestehe die Gefahr von dauerhaften Ertragsnachteilen durch die Übernahme der Verwaltung. Dabei stelle sich das Entgelt in Höhe von 0,5 % der Umsätze der als unangemessen niedrig dar, wenn Curanum selbst für das komplette diesbezügliche Leistungsspektrum in etwa 8 % der Umsätze als allgemeine Verwaltungskosten verbraucht habe und die Planung für 2015 eine Erhöhung der sonstigen betrieblichen Erträge nur um € 761.000,- vorsehe. Daher müsse ein Betrag von mindestens € 7,5 Mio. für die Aufhalsung der Gesamtverwaltung der -Gruppe zusätzlich einfließen. Ebenso hätten weitere Synergieeffekte berücksichtigt werden müssen.
- (6) Für die Ableitung der Ewigen Rente könne die Reduktion der EBIT-Marge von 4,2 % im Jahr 2014 auf nur mehr 3,1 % im Jahr 2020 mit der dann angenommenen Fortschreibung keinen Bestand haben, weil die zu erwartenden Verbesserungen bei Mietkonditionen ebenso wie beim Personalaufwand fehlerhaft unberücksichtigt geblieben seien. Nicht nachvollziehbar sei auch eine Korrektur der Cash flow-relevanten Anpassungen im Terminal Value über einen Betrag von € 1,189 Mio.
- b. In jedem Fall aber resultiere die Notwendigkeit einer Erhöhung der Kompensationsleistung aus dem unzutreffend ermittelten Kapitalisierungszinssatz, der in all seinen Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden müsse.



- (1) Der angesetzte Basiszinssatz stehe in Widerspruch zum Habenzinssatz von 0,2 %; auch zeige der Ansatz im Rahmen des vereinfachten Ertragswertverfahrens den zu hoch angesetzten Basiszinssatz. Vor allem aber widerspreche der angenommene Basiszinssatz von 2 % vor Steuern den Realitäten der Verzinsung von Bundesanleihen zum Bewertungsstichtag. Auch fordere die Existenz von Credit Default Swaps auf deutsche Staatsanleihen eine Herabsetzung des Basiszinssatzes.
- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe, herabgesetzt werden. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als von vornherein ungeeignet hierfür dar. Keinesfalls könne aber die auf Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 bis 6 % Bestand haben; das aktuell niedrigere Niveau des Basiszinssatzes rechtfertige diesen Ansatz jedenfalls nicht. Anstelle der arithmetischen Mittelbildung müsse das geometrische Mittel herangezogen werden. Zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos der Curanum AG müsse zwingend auf den originären Beta-Faktor der Gesellschaft abgestellt werden, nicht jedoch auf eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group aus drei in Frankreich ansässigen Unternehmen, denen die Vergleichbarkeit fehle. Zudem sei eine unzutreffende Herleitung des unverschuldeten Beta-Faktors vorgenommen worden. Auch hätte gegen den breitesten nationalen Index anstelle des CAC 40 oder gar gegen internationale Indizes gerechnet werden müssen. Im Terminal Value stehe die Erhöhung des Beta-Faktors in Widerspruch zu steigenden Umsätzen bei konstant bleibenden Netto-Finanzverbindlichkeiten.
- (3) Der in der Ewigen Rente herangezogene Wachstumsabschlag von 1 % müsse erhöht werden, weil es sich bei der Curanum AG um eine in einem aktiven dynamischen Wachstumsmarkt tätige Gesellschaft



handele, das Marktumfeld nicht hinreichend berücksichtigt werde und das Vermögen der Pflegebedürftigen eingesetzt werde oder letztlich der Staat einspringen müsse. Auch fehle eine Berücksichtigung des Umstandes, dass die Erhöhungen der Pflegesätze die Kostensteigerungen ausgleichen würden. Zudem ergebe sich die Notwendigkeit eines höheren Wachstumsabschlages aus der Garantie der Pflegeleistungen durch das städtische Sicherungssystem für alle Jahre.

- c. Angesichts des Vorhandenseins von Mieteinnahmen und der fehlenden Notwendigkeit des Einsatzes der gesamten Liquidität für den Geschäftsbetrieb hätte zumindest ein Teil der Liquidität als nicht betriebsnotwendiges Vermögen neben den nicht operativ betriebenen Einrichtungen wertsteigernd angesetzt werden müssen. Bei den vorhandenen Liegenschaften müsse angesichts der Existenz von Verkehrswertgutachten der dergestalt ermittelte Wert und nicht der Buchwert angesetzt werden. Zudem fehle der Ansatz eines Sonderwertes für die Marke Curanum.
  - d. Für den Börsenkurs müsse auf einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag der Hauptversammlung abgestellt werden. Ebenso wird teilweise geltend gemacht, die Abfindung müsse auf € 3,25 erhöht werden, weil der letzte Börsenkurs vor der Einstellung der Börsennotierung maßgeblich sei. Aufgrund der gescheiterten Sachkapitalerhöhung fehle dem Börsenkurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe ohnehin die Eignung. Zu berücksichtigen seien auch private Handelsplattformen. Die festgelegte Barabfindung lasse zudem eine Gegenleistung im Rahmen des Anfechtungsverfahrens betreffend die gescheiterte Sachkapitalerhöhung ebenso zu Unrecht außer Betracht wie Erwarbspreise für außerbörslich erworbene Aktienpakete.
3. Demgegenüber beantragt die Antragsgegnerin die Zurückweisung der Anträge, weil die festgesetzte Barabfindung von € 3,03 je Aktie angemessen sei.



- a. Die vom Vorstand der Gesellschaft aufgestellte Ertragsplanung sei auf informierter Basis und plausiblen Grundlagen erfolgt, weshalb im Rahmen der Ermittlung des Ertragswertes auch kein Anpassungsbedarf bestehen könne.
- (1) Die vom Vorstand erstellte Planung könne nicht als Zweckplanung bezeichnet werden; vielmehr beruhe sie auf dem vorliegenden Forecast 05/2014 mit Planungen für das Budgetjahr 2014, weiteren groben Prognosen für 2015 und einer Mittelfristplanung bis 2017; entsprechend der üblichen Abläufe sei die Planung im Spätsommer/Herbst 2014 konkretisiert und fortgeschrieben worden. Ein Widerspruch zur Ertragswertermittlung bei der Sachkapitalerhöhung bestehe schon deshalb nicht, weil die Planung aus dem Jahr 2014 keinen Einfluss darauf haben könne, ob der festgestellte Wert der den Ausgabebetrag der für die Sacheinlage gewährten Aktien erreiche bzw. übersteige. Die Planungen der Gesellschaft in der Vergangenheit seien stets sehr zuverlässig gewesen. Der Planungszeitraum bis zum Jahr 2020 beruhe auf ab dem Jahr 2018 zu berücksichtigenden regulatorischen Rahmenbedingungen durch das GEPA NRW mit einer 80 %-igen Einzelzimmerquote und den daraus abgeleiteten negativen Umsatzentwicklungen.
- (2) Die einzelnen Planannahmen bei den Umsätzen seien plausibel und nachvollziehbar angesichts der nach den strengen gesetzlichen Vorgaben mit den Kostenträgern vereinbarten Pflegesätzen kalkuliert, weshalb die Vergrößerung des Kundenpotenzials alleine nicht zwingend zu höheren Umsätzen oder Gewinnen führe. Angesichts der in der Vergangenheit zu beobachtenden sehr moderaten Erhöhungen der Pflegesätze gerade auch in der kostenintensiven Pflegestufe III könne auch nicht von einer umfassenden Sozialisierung der Pflegekosten seitens der Politik gesprochen werden, zumal die volkswirtschaftlichen Kosten für das deutsche Gesundheitssystem in Zukunft



wegen der demografischen Entwicklung deutlich ansteigen würden mit daraus resultierendem erhöhtem Kostendruck bei den sozialen Aufwendungen. Mit Blick auf die bereits sehr hohe Auslastungsquote mit einer steigenden Tendenz auf 97 % in der stationären und 98 % in der ambulanten Pflege zeige sich das begrenzte Wachstumspotenzial durch Margeneffekte. Deshalb könne auch das vergangene Wachstum kein Maßstab für künftiges Wachstum sein. Die Planung beruhe auf dem vorhandenen Einrichtungsportfolio auf Stand alone-Basis; mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie daraus sich ergebende finanzielle Überschüsse dürfe man ebenso wenig berücksichtigen wie Wachstumspläne von mithilfe der Schwestergesellschaft. Die Kapitalstruktur der Curanum AG sei angesichts eines Verschuldungsgrades von durchschnittlich rund 85 % ausgereizt, weshalb anorganisches Wachstum ausscheide. Die Aufgabe der Einrichtung in Werl beruhe auf dem Auslaufen des Mietvertrages im Jahr 2016 und einer unterdurchschnittlichen Belegungsquote von nur 80 % im Jahr 2014; zudem sei die Einrichtung sanierungsbedürftig. Der Ankauf einer Immobilie in Mönchengladbach sowie die Leasingverträge sowie die Leasingverträge bezüglich der -Gruppe seien angesichts des Umfangs ihrer Auswirkungen ohne Bedeutung, weil sich daraus selbst bei Berücksichtigung ein nur um € 0,07 höherer Ertragswert ergebe, der somit immer noch unter dem Börsenkurs liege.

- (3) Die Aufwandsplanung müsse nicht korrigiert werden angesichts der plausiblen Ansätze. Durch die Einführung des gesetzlichen Mindestlohns und von Tarifierhöhungen komme es zu entsprechendem Steigerungen des Personalaufwandes, bei dessen Höhe sich auch die Fachkräfteverknappung auswirke, weil einzelne Personen mehr Gehalt bekämen. Ebenso führe die Gesetzgebung zu einer personal- und materialintensiveren Betreuung, weshalb ein moderater Anstieg der Personalkosten um ca. 3,5 % in den Jahren 2014 und 2015



nachvollziehbar sei. Innerhalb der Europäischen Union mit einem liberalisierten Markt für Fachkräfte werde auch künftig ein hoher Wettbewerb um qualifiziertes Personal bestehen. Der Mindestlohn gelte auch für Arbeitskräfte aus Billiglohnländern. Angesichts der hohen gesetzlichen Anforderungen verbiete sich zumindest nach dem gegenwärtigen Stand der Forschung der Einsatz von Robotern mit dem Ziel der Reduktion hoher Personalkosten und des Fachkräftemangels. Ebenso wenig gebe es einen Gleichlauf zwischen Umsatzsteigerung und Erhöhung der Materialkosten, weil Einmaleffekte zu einer im Vergleich zur Umsatzentwicklung unterschiedlichen Erhöhung des Materialaufwands führen könnten. Ab dem Jahr 2017 werde ohnehin von einer konstanten Materialaufwandsquote ohne Mietaufwand von 13,7 % ausgegangen. Bezüglich des Wachstums des Materialaufwandes gebe es eine geringere Steigerung als bei den Umsatzerlösen. Die Konsequenzen der regulatorischen Vorgaben des GEPA NRW einschließlich der Umbaukosten bilde die Planung zutreffend insbesondere auch unter Ansatz der mietvertraglichen Gegebenheiten ab. Der Bettenwegfall in Nordrhein-Westfalen ab 2018 sowie die Schließung der Einrichtung in Werl müsse angesichts negativer Skaleneffekte zu rückläufigen Bruttoergebnismargen führen, nachdem dadurch auch die Personalaufwandsquote bis zum Jahr 2020 auf 53,4 % ansteigen werde.

- (4) Die Planung bilde auch die Tilgung der Finanzierungsleasingverbindlichkeiten und die Verringerung des Zinsaufwands korrekt ab. Angesichts der Vereinbarung von Annuitätendarlehen müsse die Tilgung zunächst einen relativ geringen Anteil an den Zahlungen ausmachen. Der Zinssatz für Leasingverbindlichkeiten von 4 % sei angemessen und könne vor allem nicht mit dem risikolosen Basiszinssatz verglichen werden; unter Berücksichtigung der Operating Leasing-Verbindlichkeiten betrage die Fremdkapitalquote der Gesellschaft in Phase I durchschnittlich rund 85 %. Das von der Muttergesellschaft



an die Gesellschaft gewährte Darlehen sei mit 4 % marktüblich verzinst. Prolongationen zu verbesserten Konditionen seien angesichts einer auch in den USA erwogenen Zinswende nicht realistisch zu erwarten gewesen. Die 8 %-ige Verzinsung des Genussrechtskapitals beruhe auf vertraglichen Konditionen mit festen Laufzeiten und Zinskonditionen, weshalb dies so in das Zinsergebnis habe einfließen müssen. Aus der Thesaurierung lasse sich keine Veränderung des Zinsergebnisses ableiten; vielmehr komme es zu einer fiktiven unmittelbaren Zurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung bei den Anteilseignern. Angesichts der hohen Fremdkapitalquote müsste das Unternehmen zudem mittelfristig mit der Stabilisierung seiner Kapitalquote befasst sein und könne umsatzsteigernde Neuinvestitionen nur in äußerst begrenztem Umfang durchführen. Die Unternehmensteuern seien zutreffend angesetzt, wie sich vor allem aus dem Bewertungsgutachten ergebe, das auch die Grundsteuer für das Grundstück in Ennepetal eliminieren müsse. In Einzelgesellschaften bestehende Verlustvorträge seien zutreffend in der Ertragssteuerermittlung steuermindernd berücksichtigt worden.

- (5) Die auf Grundlage der Verwaltungsverträge entstehenden Kosten der \_\_\_\_\_ dürfe man nicht in das Verhältnis zum Umsatz der Curanum AG setzen, sondern zu dem Umsatz der \_\_\_\_\_, woraus sich dann eine Quote von 3,1 % errechne. Angesichts der Übernahme von Aufgabenbereichen der \_\_\_\_\_ durch die Curanum AG bereits im Jahr 2014 könne der Vergleich der sonstigen betrieblichen Erträge der Jahre 2014 und 2015 kein tauglicher Schätzer sein. Der Dienstleistungsvertrag zwischen der Gesellschaft und der \_\_\_\_\_ enthalte eine marktübliche Marge in Form eines Kostenaufschlages von 5 %. Wesentliche Synergien in den Bereichen Verwaltung, Controlling, Buchhaltung, IT sowie sonstigen Stabsfunktionen der Curanum AG seien bereits auf schuldrechtlicher Basis gehoben. Sich aus Integrationsmaßnahmen speisende Syner-



gien seien im Rahmen der Ertragswertermittlung nicht berücksichtigungsfähig.

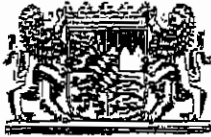
- (6) Die Steuerlast in der Ewigen Rente mit Unternehmensteuern von € 2,102 Mio. entspreche einer Steuerquote von 30,5 %, wie das Bewertungsgutachten transparent darstelle. Ebenso enthalte es detaillierte Ausführungen zu den vorgenommenen Cash flow-Anpassungen.
- b. Auch beim Kapitalisierungssatz bestehe kein Anpassungsbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre.
- (1) Der auf Grundlage der nach der Svensson-Methode geschätzten Zinsstrukturkurve hergeleitete Basiszinssatz von 2 % vor Steuern bedürfe angesichts der Entwicklung bis hin zur Hauptversammlung keiner Korrektur, auch wenn er in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung nur noch bei 1,89 % gelegen habe, weil eine entsprechende Rundung statthaft sei. Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps scheidet angesichts der Bonität und Sicherheit deutscher Staatsanleihen aus. Ebenso wenig komme eine Festsetzung unterschiedlicher Basiszinssätze für einzelne Planjahre oder der Ansatz einer punktuellen Stichtagsrendite in Betracht.
  - (2) Ebenso zutreffend erfolgt sei die Ermittlung eines notwendigerweise anzusetzenden Risikozuschlags mit Hilfe des (Tax-)CAPM, nachdem sich dieses durch realitätsnähere Annahmen im Vergleich zur freien Risikozuschlagsschätzungsmethode auszeichne. Dabei müsse von einer mit Hilfe des arithmetischen Mittels bei jährlichem Wiederanlagehorizont ermittelten Marktisikoprämie von 5,5 % nach Steuern ausgegangen werden. Die im Jahr 2007 begonnene Finanzkrise als historische Extremsituation mit Übergriffen auf die Realwirtschaft





nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. und anschließender Staatsschuldenkrise werde von den systemimmanenten konjunkturellen Zyklen nicht mehr abgebildet und führe daher zu einer veränderten Risikotoleranz der Kapitalmarktteilnehmer mit der Folge einer höheren Marktrisikoprämie. Dies zeige sich vor allem anhand von Studien zur impliziten Marktrisikoprämie ebenso wie Untersuchungen zu einer nachhaltig stabilen Real-Renditeerwartung von Investoren. Der Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors von 0,4 müsse angesichts seiner zutreffenden Ableitung aus einer Peer Group nicht korrigiert werden; das unternehmenseigene Beta der Curanum AG dürfe angesichts der festzustellenden Abkoppelung vom operativen und finanziellen Risiko nicht herangezogen werden.

- (3) Eine Erhöhung des Wachstumsabschlages komme nicht in Betracht, weil neben der für dessen Höhe wesentlichen unternehmensspezifischen, nicht allgemeinen Inflationsrate auch das thesaurierungsbedingte Wachstum zu beachten sei, weshalb insbesondere ein reales Schrumpfen der Gesellschaft in der Zukunft nicht angenommen werden könne.
- c. Vorhandene Sonderwerte seien in die Ermittlung des Unternehmenswertes in vollem Umfang eingeflossen. Angesichts des Fehlens eines Marktes für vergleichbare Objekte in Ennepetal und das fehlende Interesse von Kaufinteressenten an der Struktur des Bestandes seien korrekterweise auch Abbruch- bzw. Umstellungskosten wertmindernd eingeflossen. Das Volumen der Liquidität von € 7,6 Mio. stelle den Fortbestand des Betriebes sicher und könne folglich nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen eingestuft werden.
- d. Der Börsenkurs von € 3,03 je Aktie beruhe auf dem zutreffend angenommenen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der



Strukturmaßnahme und beinhalte auch die im Freiverkehr gehandelten Aktien mit ihren Auswirkungen zugunsten der Minderheitsaktionäre. „Dark Pool“-Umsätze seien dagegen ebenso wenig berücksichtigungsfähig wie außerbörslich gezahlte Vorerwerbspreise. Im Kontext mit den Anfechtungsverfahren habe es keinerlei Gegenleistungen an die damaligen Anfechtungskläger gegeben.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 6.10.2015 (Bl. 147 d.A.)  
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten (ehemaligen) Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag hat der Vorsitzende die Bekanntmachung dieser Bestellung (Bl. 148 d.A.) im Bundesanzeiger veranlasst. Zur Begründung der Unangemessenheit der Barabfindung trägt der gemeinsame Vertreter im Wesentlichen vor, es müsse bezogen auf die einzelnen Planungsphasen Fristenkongruenz hinsichtlich des Basiszinssatzes hergestellt werden; zudem habe das Bundesministerium der Finanzen mit Schreiben vom 2.1.2015 einen Wert von 0,99 % als Basiszinssatz genannt. Auch der gemeinsame Vertreter hält die Peer Group angesichts unterschiedlicher Ausgangsregelungen in Deutschland und Frankreich bezüglich der demografischen Entwicklung und möglicherweise gänzlich unterschiedlicher Verhältnisse zur Preisbildung auf dem französischen Markt für nicht vergleichbar.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 18.2.2016 und 23.6.2016 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von –  
und  
– angehört. Ferner hat das Gericht die Abfindungsprüfer mit Beschlüssen vom 19.2.2016 (Bl. 235/238 d.A.) und vom 23.6.2016 (Bl. 326 d.A.) gebeten, zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung insbesondere im Zusammenhang mit dem Kapitalisierungszinssatz und Sonderwerten ergänzende Aussagen in einer schriftlichen Stellungnahme zu machen und Alternativberechnungen mit geänderten Kapi-



talisierungszinssätzen vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen wie auch der schriftlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 18.2.2016 (Bl. 200/234 d.A.) und vom 23.6.2016 (Bl. 309/326 d.A.) sowie die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer vom 2.5.2016 (Bl. 255/304 d.A.) und die allen Verfahrensbeteiligten übermittelte ergänzende Stellungnahme vom 30.6.2016 (Bl. 327/332 d.A.).

- c. Die Antragstellerinnen zu 87) und 88) haben mit Schriftsätzen vom 12.5. bzw. 11.5.2015 an das Landgericht München I die Festsetzung einer angemessenen Barabfindung beantragt. Die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I hat sich mit Beschlüssen vom 3.6.2016 bzw. 16.6.2016 (jeweils Bl. 7/10 d.A. in den Verfahren 38 O 6265/15 bzw. 38 O 8170/15) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren jeweils auf Antrag der Antragsgegnerin an die zuständige 5. Kammer für Handelssachen beim Landgericht München I verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschlüssen vom 3.6.2016 bzw. 17.6.2015 – wie alle anderen unmittelbar bei dieser Kammer eingegangenen Verfahren auch – zu diesem führenden Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5HK O 5781/15 hinzuverbunden.
5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 18.2.2016 (Bl. 200/234 d.A.) und vom 23.6.2016 (Bl. 309/326 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet, weil diese auf € 3,13 je Inhaberaktie festzusetzen ist.

**I.**

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der Curanum AG im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärsstellung kann dabei angesichts der Besonderheiten eines auf § 62 Abs. 5 UmwG gestützten Squeeze out-Beschlusses nicht die Eintragung dieses Beschlusses im Handelsregister der Curanum AG sein; vielmehr ist bei dem hier gegebenen verschmelzungsrechtlichen Squeeze out die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses in das Handelsregister der Antragsgegnerin maßgeblich, die am 12.5.2015 erfolgte. Erst durch diese Eintragung verlieren die Minderheitsaktionäre ihre Stellung als Aktionäre, was sich aus der Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 1 und Satz 7 UmwG ergibt. Der Squeeze out wird nach diesen zwingenden rechtlichen Vorgaben nämlich erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft, mithin der Antragsgegnerin wirksam.

Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden rechtzeitigen Sachvortrag aller Antragsteller von vornherein nicht bestritten oder im weiteren Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt. Dementsprechend geht der jeweilige Sachvortrag aller Antragsteller zu dem Zeitpunkt ihrer Aktionärseigenschaft gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.



2. Die Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses als wesentliches Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte und auf das bezüglich des maßgeblichen Datums der Bekanntmachung abgestellt werden muss, erfolgte am 13.2.2015, weshalb die Frist dann am 13.5.2015 endete. An diesem Tag gingen ausweislich der Gerichtsakten alle Anträge zumindest per Telefax und damit fristwahrend beim Landgericht München I ein.
  
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG ordnungsgemäß begründete Anträge gestellt, wie es von § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG verlangt wird.
  - a. Dies gilt zunächst für die von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 geforderte Darlegung der Antragsberechtigung zum nach § 3 SpruchG maßgeblichen Zeitpunkt durch die Antragsteller zu 20), zu 26), zu 28), zu 32), zu 33), zu 54), zu 74), zu 77) sowie zu 84) bis 87), auch wenn diese ausführen, bis zur Eintragung des Squeeze out Aktionäre der Curanum AG gewesen zu sein. Dabei dürfen an die Tiefe der Darlegung keine überzogenen Anforderungen gestellt werden. Bei einem Spruchverfahren handelt es sich – ungeachtet der sich vor allem aus §§ 8 Abs. 3, 9 SpruchG ergebenden teilweisen Annäherung an zivilprozessuale Grundsätze – um ein solches der freiwilligen Gerichtsbarkeit, für das auch kein Anwaltszwang besteht. Dieser Umstand muss bei der Auslegung dieser Antragschriftsätze berücksichtigt werden. Das maßgebliche Verfahrensrecht verweist in § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG auf die Antragsberechtigung des ausgeschiedenen Aktionärs, wenn auf die Regelungen in § 1 Nr. 3 SpruchG über die Statthafteigkeit des Spruchverfahrens nach einem Squeeze out verwiesen wird. Entscheidend ist demgemäß die Darlegung des Aktionärs, durch einen Squeeze out die Aktionärseigenschaft verloren zu haben. Zwar musste der

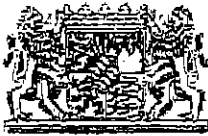


Gesetzgeber diese gesetzlichen Regelungen nicht anpassen, weil sich aus der Gesetzessystematik aus § 62 Abs. 5 UmwG ergibt, dass zwingend die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses maßgeblich sein muss, nachdem – wie bereits ausgeführt – erst hierdurch die Aktionärserschaft verloren geht. Die Kenntnis dieses Zusammenspiels unterschiedlicher materiell-rechtlicher und verfahrensrechtlicher Vorschriften kann aber namentlich von anwaltlich nicht vertretenen Antragstellern nicht erwartet werden. Zudem ist bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen zu berücksichtigen, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366, 369 f. = NJW 1992, 105; BGH NJW-RR 2010, 357; Vollkommer/Geimer in: Zöller, ZPO, 30. Aufl., Einleitung Rdn. 99).

Demgemäß muss es genügen, wenn sich aus der Antragsschrift jeweils ergibt, dass der Antragsteller oder die Antragstellerin infolge der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme eines Squeeze out die Aktionärsstellung verloren hat. Dies haben alle Antragsteller hinreichend dargelegt.

Ebenfalls hinreichend sind die Ausführungen des Antragstellers zu 53), der in seiner Antragsschrift ausführt, als Aktionär von dem Squeeze out unmittelbar betroffen zu sein. Dem ist zu entnehmen, dass er seine Aktionärserschaft durch die Eintragung des Verschmelzungsvertrages verloren hat. Ebenso muss den Darlegungen des Antragstellers zu 83), der nach der Darlegung der Strukturmaßnahme in der Zeitform des Imperfekt ausführte, Aktionär der Curanum AG gewesen zu sein und zugleich die Bestätigung seiner Bank beifügte, aus der sich die Ausbuchung seiner Aktien der Curanum AG ergab. Damit aber hat auch er seine Antragsberechtigung hinreichend dargelegt.

- b. Die Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhio-



ben, weshalb die Voraussetzungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126 f.; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/13; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

## II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 3,13 je Aktie beträgt. Dieser Betrag ist seit dem 14.2.2015 mit einem Zinssatz in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

Aufgrund von §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP



2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 281), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der Curanum AG zugrunde gelegt werden kann. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur BGH ZIP 2016, 666, 668; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).





- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der Curanum AG keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung zugrunde gelegen haben und die von den Abfindungsprüfern entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag untersucht wurden.



- (a) Aus der von den gerichtlich bestellten Prüfern vorgenommenen Analyse der Vergangenheit und der dabei festgestellten Planungstreue lassen sich keine Hinweise auf eine mangelnde Systematik der Planung ableiten. Die Vergangenheitsanalyse dient vor allem dem Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognosen plausibel sind. Dabei lässt vorliegend die durchgeführte Analyse keinen Rückschluss auf eine unsystematische Vorgehensweise bei der Curanum AG zu. führte hieraus im Rahmen seiner Anhörung aus, es habe in der Vergangenheit angesichts des stabilen Geschäftsmodells der Gesellschaft nur sehr geringe Abweichungen gegeben, wie dies sowohl im Bewertungsgutachten von wie auch im Prüfungsbericht dargestellt wurde. Die Abweichungen zwischen den Ist-Zahlen und den Planannahmen der drei Jahre der Vergangenheitsanalyse lagen bei den Umsatzerlösen zum Teil über, zum Teil unter den Planannahmen, wobei die Abweichungen prozentual als geringfügig bezeichnet werden müssen bei Werten zwischen + 1 und – 2 %. Die Abweichungen im Betriebsergebnis hatten ihre Ursache vor allem in so nicht vorhersehbaren Einmal- und Sondereffekten, wie dies die Bewertungsgutachter wie auch die Prüfer in ihren schriftlichen Gutachten bzw. dem schriftlichen Bericht erläutert haben. Gerade der Prüfungsbericht weist darauf hin, dass nach Bereinigung der Einmaleffekte die Abweichungen beim Betriebsergebnis nur mehr zwischen 4 % im Jahr 2011 und 13 % im Jahr 2013 lagen. Derartige Abweichungen lassen indes nicht den Rückschluss auf eine untaugliche Planungssystematik zu, weil sie sich noch in einem üblichen Rahmen bewegen.
- (b) Von einer unzulässigen, von der Antragsgegnerin mit dem Ziel einer geringen Abfindung gesteuerten anlassbezogenen Planung kann nicht ausgegangen werden, auch wenn der reguläre



Planungsprozess zeitlich vorgelagert wurde. Die Prüfer verwiesen auf die Abläufe und die Struktur der Planung, bei der es zu einer Aktualisierung des Jahres 2014 auf der Basis der Ist-Zahlen für den Monat August 2014 kam und die der Planung zugrunde gelegt wurden. Sodann wurden die restlichen vier Monate des Jahres hinzugefügt und im Herbst erkennbare Abweichungen für Gehaltsanpassungen oder eingetretene Mietreduktionen berücksichtigt. Aufgrund der Anpassungen kommt es zu besseren Erkenntnissen zum Zeitpunkt der Hauptversammlung. Eine besonders kritisch zu sehende Anlassplanung (vgl. hierzu OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 330 = ZIP 2016, 71, 72 f. = WM 2016, 1685, 1687 f.; OLG Karlsruhe AG 2016, 672, 673) kann daraus nicht abgeleitet werden, wenn es zu einer Aktualisierung der Planungsansätze aufgrund neuerer Entwicklungen kommt und die innerhalb der Planungssystematik und des 'turnus' liegen. Gegen eine derart unzulässige Anlassplanung spricht gerade die Struktur, wie die Planung bei der Curanum AG durchgeführt wird. Diese wird bottom up durch die Einbindung der einzelnen Einrichtungsleiter und der verantwortlichen übergeordneten Regionalleiter vorgenommen, denen nur einzelne Planungsprämissen wie die Steigerungsrate der Personalkosten vorgegeben waren. Das operative Geschäft einschließlich des Personalumfangs floss entsprechend den Grundsätzen einer bottom up erfolgenden Planung von unten nach oben; erst für die Konzernplanung wurde dies durch das zentrale Controlling ergänzt. Gerade diese Einzelplanungen einschließlich einer G + V-Rechnung jedes einzelnen Hauses für die beiden ersten Planjahre, auf deren Vorhandensein von der Bewertungsgutachterin im Rahmen der Anhörung hinwies, zeigt, dass es keine von der Antragsgegnerin diktierte Planung gegeben hat.



verwies im Rahmen der Anhörung zudem auf die Plausibilisierung der Planung anhand der eigenen Vergangenheit des Unternehmens, des Marktes und von Vergleichsunternehmen. Auch daraus konnten keine Anhaltspunkte für eine Einflussnahme der Antragsgegnerin gewonnen werden. Den Prüfern lagen zudem die Protokolle der Aufsichtsratssitzungen vor, woraus sich gleichfalls kein Hinweis auf entsprechende Äußerungen der Vertreter des Hauptaktionärs im Aufsichtsrat ergab. Vielmehr enthielten sich diese bei entsprechenden Entscheidungen wie beispielsweise der Genehmigung der Vorstandsplanung der Stimme. Die Prüfer verwiesen zudem auf die ihnen vorgelegte Planung als in sich stimmig und ohne Brüche; sie erhielten die Einzelbestandteile ebenso wie die Verdichtung zur Gesamtplanung [das Wort „Vernichtung“ im Protokoll beruht auf einem übersehenen Schreibversehen und entspricht auch nicht den Aufzeichnungen des Vorsitzenden in der Sitzung, wo handschriftlich „Verdichtung“ notiert wurde]. Die entsprechenden Ansätze müssen als konsistent bezeichnet werden, nachdem die Planungssystematik oder die entsprechenden Tools keine Schwächen aufwiesen.

Aus den im Bewertungsgutachten von            dargestellten Zahlen der            aus der Sachkapitalprüfung können keine Schlüsse auf eine anlassbezogene, fehlerhafte Sonderplanung abgeleitet werden. Zum einen lag der Stichtag im Zusammenhang mit der Sachkapitalerhöhung zeitlich deutlich vor dem hier allein maßgeblichen Bewertungsstichtag des Tages der Hauptversammlung am 19.12.2014. Gerade innerhalb eines Zeitraums von mehr als einem Jahr traten Erkenntnisse auf, die eine Änderung der Planung notwendig machten. Dabei mussten für die hier zu beurteilende Planung vor allem die Auswirkungen des Inkrafttretens des Gesetzes zur Entwicklung und Stärkung einer demographiefesten, teilhabeorientierten Infrastruktur und



zur Weiterentwicklung und Sicherung der Qualität von Wohn- und Betreuungsmöglichkeiten für ältere Menschen, pflegebedürftige Menschen, Menschen mit Behinderungen und ihre Angehörigen (GEPA NRW) vom 2.10.2014, GV NRW S. 625) am Tag nach seiner am 15.10.2014 erfolgten Verkündung in die Planung einfließen, da die Inhalte von Gesetzen mit Blick auf die Wurzeltheorie und dem Abschluss der parlamentarischen Beratungen bei Planungen zu berücksichtigen sind. Daraus ergeben sich zwangsläufig Unterschiede bei den zu unterschiedlichen Zeitpunkten aufgestellten und sodann aktualisierten Planungen des Vorstands. Nach der Verkündung des Gesetzes und dessen Inkrafttreten am 16.10.2014 verabschiedete der Vorstand – nicht die Bewertungsgutachter oder der Abfindungsprüfer – entsprechend den nicht in Frage zu stellenden Ausführungen insbesondere auch im Bewertungsgutachten von am 21.10.2014 eine an die regulatorischen Vorgaben angepasste Planung für die Jahre 2018 bis 2020, die der Aufsichtsrat dann auch genehmigte.

- (c) Die Planung geht von einer zutreffenden Tatsachengrundlage aus, wenn für die Curanum AG insgesamt 75 Einrichtungen angesetzt wurden. Soweit namentlich die Antragsteller zu 39) bis 41) auf entsprechende Veröffentlichungen auf der Homepage der Gesellschaft verwiesen, aus denen sich der Betrieb von 124 Einrichtungen ergeben sollte, vermag dies die Richtigkeit der Tatsachengrundlagen nicht infrage zu stellen. Bei den dort angesprochenen 49 Häusern – also genau der Differenz zwischen 75 und 124 – handelt es sich um Einrichtungen der die – ohne Anfang 2014 bereits mit der Curanum AG verschmolzen gewesen zu sein – als Schwesterunternehmen diese Einrichtungen betrieb. Demzufolge können diese 49 Häuser nicht dem Bewertungsobjekt „Curanum AG“ zugerechnet



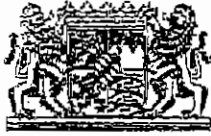
werden, selbst wenn es im Konzern eine gemeinsame Muttergesellschaft gegeben hat. Die 124 Einrichtungen benennende Veröffentlichung auf der Homepage vom 23.1.2014 beruht auf der gescheiterten ersten Verschmelzung und steht folglich nicht in Einklang mit den allein maßgeblichen rechtlichen Gegebenheiten zweier selbständiger juristischer Personen. Mit Ausnahme bestimmter Verwaltungstätigkeiten, die seitens der Curanum AG für [redacted] auf vertraglicher Grundlage erbracht wurden, gab es keine Kooperationsvereinbarungen zwischen diesen beiden Gesellschaften. Der Lagebericht der

[redacted] für das Geschäftsjahr 2013 wies auf exakt 49 Einrichtungen hin. Auch muss berücksichtigt werden, dass bei einem Betrieb dieser 49 Einrichtungen durch die Curanum AG das zwischen diesen beiden (Schwester-)Gesellschaften bestehende Service-Agreement in erheblichem Umfang sinnentleert wäre. Gerade auch bei Presseerklärungen ist festzuhalten, dass bei ihnen – selbst wenn sie sich an ein Fachpublikum wenden – nicht davon ausgegangen werden kann, dass darin alle juristischen Feinheiten stets korrekt wiedergegeben werden. Ebenso spricht die Planungsstruktur bottom up aus der jeweiligen Einrichtung von Curanum gegen eine falsche Zahl von Einrichtungen als Grundlage des Planungsgerüsts. Die Abfindungsprüfer wiesen nämlich darauf hin, dass die Informationen an sie stets zu der Zahl von 75 Einrichtungen passten, wobei sie als eingesehene Unterlagen dabei vor allem dem Geschäftsbericht, die Planungen auf Ebene der einzelnen Häuser und die zentral geplanten Kosten samt Verdichtung zu einer Konzernplanung nannten. Somit hätte an all diesen Stellen manipuliert werden müssen, wenn es 124 Einrichtungen der Gesellschaft gegeben hätte. Die Kammer hat darüber hinaus keinen Zweifel, dass den Abfindungsprüfern Kooperationsvereinbarungen über das Service-Agreement hinaus aufgefallen wä-



ren, wenn diese von entsprechendem Gewicht gewesen wären. Dies hätte sich dann insbesondere aus den Aufsichtsratsprotokollen ergeben müssen, die den Prüfern für die Jahre 2013 und 2014 vollständig vorlagen und nach Aussage von  
und  
keinerlei Hinweise darauf enthielten.

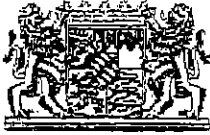
- (d) Aus Umsatzentwicklungen bei einem anderen Unternehmen wie Casa Reha kann nicht auf Widersprüchlichkeiten in der Planung der Curanum AG geschlossen werden, was sich insbesondere aus der Überlegung heraus ergibt, dass Umsatzmultiplikatoren keine geeigneten Ansätze für eine Bewertung darstellen und auch nicht zur Plausibilisierung festgestellter Unternehmenswerte herangezogen werden können.
- (e) Die Dauer der Detailplanungsphase mit sieben Jahren entspricht den tatsächlichen Gegebenheiten bei der Curanum AG. Dem kann insbesondere nicht entgegengehalten werden, dass die Detailplanungsphase üblicherweise nur zwischen drei und fünf Jahren dauere und diese Zeitspanne auch hier angesetzt werden müsse. Der Zeitraum der Detailplanungsphase ist abhängig von der Stellung der Branche und den angebotenen Produkten bzw. wie hier Dienstleistungen des zu bewertenden Unternehmens. Die bei der Curanum AG aufgetretenen Besonderheiten geänderter regulatorischer Anforderungen machten hier eine Verlängerung zwingend erforderlich, weil nur so erreicht werden kann, dass am Ende der Detailplanungsphase ein Gleichgewichtszustand erreicht wird (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 312). Durch die Maßnahmen des Gesetzgebers in Nordrhein-Westfalen musste in die Planung eine geringere Zwei-Bett-Zimmerquote aufgenommen werden im Vergleich zur früheren bzw. auslaufenden Rechtslage. Da



zudem für die bestehenden Häuser im Vergleich zu Planannahmen aus der im Jahr 2013 verabschiedeten Planung, als die gesetzlichen Änderungen „nur“ diskutiert, aber nicht vom nordrhein-westfälischen Landtag verabschiedet waren, kein Bestandsschutz anzunehmen war, musste die Planung so angepasst werden, dass mit Blick auf sonst anfallende Umbaukosten aus Doppelzimmern Einzelzimmer wurden. Dabei handelte es sich nach der eindeutigen Aussage der Prüfer um eine Entscheidung des Vorstandes und gerade nicht der Bewertungsgutachter, die Phase I auf sieben Jahre bis Ende 2020 zu verlängern.

- (f) Weitergehende Änderungen der Planung aufgrund der Stichtagserklärung mit der Frage des Erwerbs einer Immobilie in Mönchengladbach sowie eine sich abzeichnende positivere Entwicklung bei der ehemaligen -Gruppe in Bezug auf die Leasingverträge mussten nicht vorgenommen werden. Die entsprechenden Vorgänge waren im Zeitpunkt der Hauptversammlung noch stark im Fluss gewesen, dass sie nicht im Sinne der Wurzeltheorie hätten Berücksichtigung finden können. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind nämlich entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK





O 23928/09; Beschluss vom 24.5.2013; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315).

Es ist nicht erkennbar, dass wesentliche Inhalte gerade des Kaufvertrags über die Immobilie in Mönchengladbach bereits zum Bewertungsstichtag so hinreichend verfestigt gewesen sein könnten, dass sie in die Bewertung einfließen müssten. Dies gilt umso mehr, als diese Entscheidung betreffend des Ankaufs der Immobilie in Mönchengladbach auch zum Zeitpunkt der ersten mündlichen Verhandlung 14 Monate nach dem Bewertungsstichtag nach einer Auskunft der Verfahrensbevollmächtigten im Termin unverändert völlig offen seien. Auch bei den Leasingverträgen mit der -Gruppe ist eine derartige Verfestigung nicht erkennbar.

- (2) Keiner Korrektur bedürfen die Annahmen zur Umsatzplanung der Gesellschaft.
  - (a) Der Anstieg der Umsatzerlöse von € 301 Mio. im Jahr 2015 auf € 313 Mio. zum Ende der Phase I kann nicht als zu konservativ angesetzt werden, auch wenn die demographische Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland mit einer alternden Bevölkerung berücksichtigt wird.
    - (aa) Wesentlich für die Planannahmen ist das Unternehmenskonzept der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag. Dieses sah nach den Erläuterungen von vor, das Unternehmen mit den bestehenden Einrichtungen ohne



Expansion nachhaltig weiter zu betreiben – ausgenommen die Einrichtung in Werl. Zudem muss die Minderung der Bettenzahl als Folge des Inkrafttretens des GEPA NRW bei der Umsatzplanung berücksichtigt werden, wobei die Minderung ihre Ursache im Ansatz von Einzelzimmern statt bisheriger Doppelzimmer hat. Dabei musste die Planung beachten, dass in nicht allen Fällen, in denen die Curanum AG Einrichtungen in angemieteten Gebäuden betreibt, die Vertragsgestaltung so aussieht, dass der Vermieter die Umbaukosten zu tragen hat. Ebenso muss die Gesellschaft die Umbaukosten bei den in ihrem Eigentum stehenden Einrichtungen tragen. Die Bewertungsgutachter wiesen in ihrer Stellungnahme auf den Rückgang der Bettenzahl in der stationären Pflege ab August 2018 um insgesamt 101 Betten hin, weshalb bis zum Juli 2020 die Bettenzahl auf 6.676 sinken soll. Diese Erkenntnis bestätigten die Prüfer von \_\_\_\_\_ auch in ihrem Prüfungsbericht vom 5.11.2014 (S. 42) ebenso wie bei ihrer Anhörung. Selbst wenn für ein Einzelzimmer ein höheres Entgelt verlangt werden kann, führt dieses höhere Entgelt von seinem Umfang her nicht zu einer vollständigen Kompensation des Verlustes von 101 Betten, weil dies nur bei einem doppelt so hohen Entgelt für die verbliebenen Einzelzimmerplätze möglich wäre. Dies ist namentlich wegen gesetzlicher Vorgaben bzw. solcher aus entsprechenden Rechtsverordnungen als ausgeschlossen zu bezeichnen. Zudem fallen mit dem Schließen der Einrichtung Werl im Jahr 2016 ab diesem Zeitpunkt ebenfalls Betten weg, weshalb auch aus diesem Grund ein vergleichsweise moderater Umsatzanstieg als plausibel bezeichnet werden muss. Ohne den Wegfall dieser Einrichtung in Werl im Jahr 2016 hätte es eine Steigerung der



Umsatzerlöse von 1,4 % ergeben, worauf  
im Rahmen der Anhörung hinwies.

Trotz dieser rückläufigen Bettenzahl im Verlaufe der Detailplanungsphase bis hin zum Übergang in den Terminal Value geht die Planung insgesamt von einer Umsatzsteigerung aus. Dies hat seine Ursache nachvollziehbar in der hohen Belegungsquote, die noch weiter auf Werte zwischen 97 und 98 % steigen soll, obwohl sie im Marktvergleich bereits überdurchschnittlich hoch war, wie beispielsweise ein Vergleich mit der zeigt, wo die durchschnittliche Belegungsquote nur bei 91 % lag. Angesichts einer bereits überdurchschnittlichen Auslastungsquote im stationären Bereich muss es denkwürdig so sein, dass die weiteren Steigerungsmöglichkeiten limitiert sind.

- (bb) Der Bereich „betreutes Wohnen“ einschließlich der dort angebotenen Pflegeleistungen soll sich zudem etwas dynamischer entwickeln, was dann auch einen Umsatzanstieg rechtfertigt. In diesem Segment spielen regulatorische Beschränkungen keine so große Rolle, die im Bereich der stationären Pflege dem Umsatzanstieg Grenzen setzen. Der Prüfungsbericht weist bei der Darstellung der Prüfung der Planannahmen zu den Umsatzzahlen ausdrücklich darauf hin, dass der Anteil der Erlöse aus „betreutem Wohnen“ steigen soll, auch wenn die stationäre Pflege das Kerngeschäft der Gesellschaft bleiben wird. Die deutlich höheren Steigerungsmöglichkeiten im Bereich „betreutes Wohnen“ liegen gerade in der geringeren Reglementierung begründet, was insbesondere für die Mietpreisgestaltung gilt, die frei auf Marktbasis erfolgen kann. Bei den regulatorischen Beschränkungen im Gebiete der



stationären Pflege zeigt sich dagegen, dass Preissteigerungen nur in begrenztem Umfang möglich sind und sich in etwa im Durchschnitt der allgemeinen Kaufpreisentwicklung bewegen.

- (cc) Bei der Umsatzentwicklung muss vor allem aber auch in die Betrachtung einfließen, dass die Preiskomponente von den mit den Kostenträgern vereinbarten Pflegesätzen abhängig ist, wobei sie in etwa dem Inflationstrend entspricht, weil die maßgeblichen gesetzlichen Vorgaben mit Anpassungen alle drei Jahre unter Berücksichtigung der Entwicklung der Kaufkraft vorsehen. Angesichts der Schließung der Einrichtung der Gesellschaft in Werl und der notwendig werdenden Umwandlung von Doppel- in Einzelzimmer führt dann aber das Preis-/Mengengerüst dazu, dass eine Steigerung der Umsätze nicht mit der angesetzten Preissteigerungsrate von 1,8 % Schritt halten kann, weil weniger Zimmer und damit weniger Menge zur Verfügung stehen werden.
- (dd) Dem moderaten Wachstum kann nicht die Entwicklung der Vergangenheit entgegen gehalten werden, auch wenn es in den Jahre der Vergangenheitsanalyse zu deutlich höheren Wachstumsraten insbesondere im Jahre 2012 kam. Der Umsatzanstieg um 9,2 % im Jahr 2012 im Vergleich zum Vorjahr beruht auf einem Zuerwerb; bei einer Bereinigung der Zahlen um diesen Sondereffekt wuchs der Umsatz im Jahr 2012 nur mehr um rund 2,6 %. Allerdings hat dieses im Vergleich zur Detailplanungsphase dann immer noch etwas höhere Wachstum seinen Grund in der in den Jahren 2011 bis 2013 erfolgten Steigerung der Belegung und einer Verbesserung des Pflegemix'. Diese Effekte sind indes nach den Erkenntnissen von



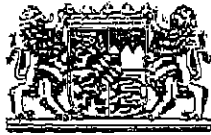
in der Planungsrechnung abgebildet. Die Auswirkungen der Veränderungen des Pflegemix' wurden seitens der gerichtlich bestellten Prüfer auch überprüft und plausibilisiert, soweit es entsprechend detaillierte Planungen bottom up aus den einzelnen Einrichtungen in den Jahren 2014 und 2015 gab. Für die Jahre ab 2016 konnte erkennbar mangels detaillierterer Einzelplanungen diese Überprüfung nicht mehr stattfinden; vielmehr muss dann die Überprüfung anhand der konsolidierten Planung erfolgen, was auch geschah.

- (ee) Der Umstand, dass die Wachstumsrate von 1 % p.a. unterhalb der von der Europäischen Zentralbank angestrebten Inflationsrate liegt, lässt gleichfalls keinen Rückschluss auf mangelnde Plausibilität der Planansätze zu. Die Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang namentlich darauf hin, dass bei einer Bereinigung der Planung um Sondereffekte, die indes einfließen müssen, das Umsatzwachstum bei 1,8 % läge. Weiterhin betrifft das geringere Umsatzwachstum von 0,8 % nur die stationäre Pflege, während in anderen Bereichen entsprechend den Ausführungen im Bewertungsgutachten von Wachstumsraten von 1,7 bis 1,8 % geschildert werden, auch wenn diese einen deutlich geringeren Anteil am Gesamtumsatz haben.
- (ff) Aus dem im Vergleich zum erwarteten Anstieg der Zahl der Pflegebedürftigen um 1,7 % p.a. geringeren Wachstum der Umsatzzahlen im Bereich der stationären Pflege lässt sich ein Widerspruch in der Planung nicht begründen. Zwar ist in dem Markt der Pflegeeinrichtungen und Seniorenheime angesichts der demographischen Entwick-



lung in der Bundesrepublik Deutschland ein hohes Wachstumspotenzial zu sehen, zumal mehr besonders stark pflegebedürftige Personen zu versorgen sein werden. Bei den Wachstumserwartungen in diesem Markt ist außerdem zu sehen, dass der Anteil der häuslichen Pflege in Folge gesteigener Mobilität und höherer Erwerbstätigkeit eher abnehmen wird, weil diese Pflege dann nicht mehr von Angehörigen erbracht werden kann. Im Gesamtmarkt müssen indes auch gegenläufige Effekte in die Betrachtung einfließen, die das Wachstum allgemein begrenzen. Da die Leistungen aus der Pflegeversicherung durch die Gesamtheit der Versicherten getragen werden müssen, ist – worauf  hingewiesen hat – absehbar, dass es eine dem Mengeneffekt gleichlaufend folgende Umsatzsteigerung für den gesamten Markt nicht geben wird. Mittel- und langfristig wird es zu Preissteigerungen bei den Pflegesätzen kommen, die innerhalb der allgemeinen Inflationsrate liegen werden. Demzufolge werden weniger Leistungen von der Gesamtheit der Versicherten bezahlt werden, weshalb private Mittel in größerem Umfang angegriffen werden müssen. Dabei bestehen angesichts des Umfangs getroffener privater Vorsorge für den Pflegefall berechtigte Zweifel, inwieweit große Teile aus dem eigenen Vermögen der Pflegebedürftigen oder von (unterhaltspflichtigen) Angehörigen geleistet werden wird. Dies limitiert entsprechendes Umsatzwachstum im Markt und auch bei der Gesellschaft.

- (gg) In dieser Ausgangslage in einem zudem atomisierten Gesamtmarkt mit einer Vielzahl von Einzelanbietern, die vielfach auch dem kirchlich-caritativen Bereich entstammen, kann eine Gesellschaft wie die Curanum AG nur dann ex-



pandieren, wenn Mittel zum Erwerb weiterer Einrichtungen oder zur Übernahme von Wettbewerbern vorhanden sind. Gerade dies ist indes bei der Gesellschaft nicht der Fall. Daher kann daraus eine mangelnde Plausibilität nicht abgeleitet werden, weil die Gesellschaft keine Expansion in Deutschland oder im Ausland durchführen kann. Dies resultiert zum einen bereits aus der aktuellen Beschlusslage im Vorstand der Curanum AG, der derartige Erwägungen nicht anstellte. Dann aber steht Expansionsüberlegungen bereits die Wurzeltheorie entgegen. Da es keinerlei Vorstandsbeschlüsse in Richtung auf Expansionsmöglichkeiten gab, kann es auch nicht sachgerecht sein, deswegen das Fehlen von Umsatz und Ertrag als Folge derartiger Maßnahmen als unplausibel zu bezeichnen. Derartiges strategische Entscheidungen des Vorstandes können nicht durch andere Planannahmen des Gerichts ersetzt werden, weil sich dieses nicht ohne Weiteres an die Stelle des zur Leitung einer Aktiengesellschaft berufenen Organs setzen kann. Die Entscheidung des Vorstandes, nicht durch Erwerb weiterer Einrichtungen oder Unternehmenszukäufe zu expandieren stellt sich zudem vor allem auch deshalb als nicht korrekturbedürftige unternehmerische Entscheidung dar, weil die Gesellschaft angesichts ihrer finanziellen Situation nicht in der Lage wäre, derartige Maßnahmen zu finanzieren. Die Curanum AG hatte angesichts ihrer Leasingverbindlichkeiten im Jahr 2014 einen Verschuldungsgrad von über 500 %, der bis auf über 600 % im Jahr 2020 ansteigen soll. Die Verbindlichkeiten müssen dabei ebenso wie das Eigenkapital mit dem Marktwert angesetzt werden, wobei als Marktwert des Eigenkapitals der Unternehmenswert anzusetzen ist. Der Marktwert der Verbindlichkeiten ist in der Bilanz, wie



---

sie im Geschäftsbericht zum 31.12.2013 ausgewiesen sind, indes nicht in vollem Umfang erfasst. Bei der nach IFRS bilanzierenden Curanum AG sind nur die Verbindlichkeiten aus dem Finanzierungsleasing als Finanzverbindlichkeiten angesetzt. Für Bewertungszwecke müssen hingegen auch Verbindlichkeiten aus dem Operating Leasing als Finanzverbindlichkeiten ausgewiesen werden, auch wenn sie in der Bilanz nicht enthalten sind. Für die Berechnung wurde nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer für jeden einzelnen Leasingvertrag die künftigen Leasingzahlungen bis zum Ende des Vertrages barwertig in eine Verbindlichkeit umgerechnet, bei der die zu zahlenden Raten in eine annuitätischen Tilgung mit einem Wert von "0" am Ende des Leasingvertrages angesetzt wurden. Für die einzelnen Verträge wurde ein Zinssatz von 5 % angesetzt, woraus sich die jährlichen Marktwerte der Verbindlichkeiten aus den Leasingverträgen errechnen. Bei der Ermittlung dieses Marktwerts mussten weiterhin die Mittel angesetzt werden, die als Muttergesellschaft zur Ablösung bestehender Darlehensverträge zur Verfügung stellte; der Zinssatz resultierte dabei entsprechend den vertraglichen Vereinbarungen aus dem Euribor plus der vereinbarten Marge. Die Höhe selbst ergibt sich dann aus der integrierten Finanzbedarfsberechnung, die Cash flow-Erfordernisse und Finanzierungserfordernisse aus den Cash flows berücksichtigte. Angesichts der Kapitalsituation der Gesellschaft konnte auch nicht davon ausgegangen werden, es könne die Unternehmensstrategie der Finanzierung der bestehenden Einrichtungen zu einem erheblichen Teil über Miet- bzw. Leasingverträge geändert und die Einrichtungen zu Eigentum erworben werden. Weiterhin gab es für derartige Überlegungen im





Vorstand nach Erkenntnissen der Prüfer keinerlei Anhaltspunkte, weshalb vom Fortbestand der Leasingverträge auszugehen ist.

Auf Basis stand alone wäre ein weiteres Wachstum der Gesellschaft über die in der Planung enthaltenen Ansätze hinaus nicht möglich gewesen. Dies wies insbesondere auf die Vorstands- und Aufsichtsratsprotokolle hin, die von den Abfindungsprüfern eingesehen wurden und denen zu entnehmen war, dass es der Gesellschaft nicht gelungen war, über einen längeren Zeitraum eine Finanzierung aus eigener Kraft ohne Fremdfinanzierung zu generieren. Die Aufnahme weiterer Mittel oder der Abschluss von Leasingverträgen zu vernünftigen Konditionen war der Curanum AG demzufolge allenfalls in einem begrenzten Ausmaß möglich.

- (hh) Bei den Umsatzerlösen und ihrer Entwicklung dürfte eine Schließung der Einrichtung in Wert berücksichtigt werden; es musste nicht mit der Fortführung gerechnet werden, auch wenn diese Einrichtung in erheblichem Umfang Umsatzerlöse brachte. Die von den Organen getroffene unternehmerische Entscheidung zum Schließen dieser Einrichtung ist nachvollziehbar und folglich hinzunehmen, weil der Mietvertrag für diese Einrichtung im Jahr 2016 auslaufen wird und ein erheblicher Investitionsbedarf bestand, nachdem diese Einrichtung nicht mehr den aktuellen Anforderungen entsprach. Es hätten Investitionen in Höhe von rund € 11 Mio. aufgewandt werden müssen. Eine Fortführung wäre daher wertmindernd gewesen. Ebenso lag die Belegungsquote in Wert mit 80 % deutlich unter der übrigen Belegungsquote der Einrichtungen der Curanum AG, was den nicht so guten Zustand von Wert belegt.



(3) Bei der Aufwandsplanung muss es angesichts ihrer Plausibilität nicht zu Änderungen kommen.

(a) Dies gilt zunächst für die Personalkosten, auch wenn diese hinsichtlich ihres Anteils an der Gesamtleistung von 50,1 % im Jahr 2013 auf 52,4 % am Ende der Detailplanungsphase ansteigen sollen. Diese Entwicklung beruht auf einer Reihe von Sondereinflüssen, die im Termin in Ergänzung zu den Ausführungen im Bewertungsgutachten von und dem Prüfungsbericht eingehend erläuterte.

(aa) Das Jahr 2015 war im Vergleich zu 2014 von einem Niveaueffekt geprägt, der in der Summe € 5 Mio. ausmachte. Davon entfielen rund € 2 Mio. auf die gesetzliche Einführung des Mindestlohns und € 0,7 Mio. auf tarifliche Lohnerhöhungen. Zudem entstanden Kosten in Höhe von etwa € 1 Mio. durch die Einstellung chinesischer Auszubildender, für die es keine Erstattung seitens der Pflegekassen gibt. Die Erhöhung der Head-Kosten für führte zu einem Anstieg von € 600.000,-. Im Jahr 2016 kommt es zu einer Zunahme der Vollzeitäquivalente. Andererseits war dieses Jahr bis in das Frühjahr hinein geprägt durch den sukzessiven Personalabbau in Werl, wo neues Personal überhaupt nicht mehr eingestellt wurde. Nach dem Ende der Einrichtung in Werl war dann aber von einem konstanten Mengengerüst auszugehen, weshalb nur mehr reine Preissteigerungen im Sinne von Lohnerhöhungen in die Planung eingeflossen sind. Die gerichtlich bestellten Prüfer nahmen zudem – wie sie im Termin vom 18.2.2016 erläuterten – einen Vergleich mit Studien zur Entwicklung der Lohnkosten vor, die in Phase I mit 1,7 % in einer Größenordnung der erwarteten Inflat-



on liegen. Aus Studien ergibt sich, dass jeder vierte Heimbetreiber mit einem Kostenanstieg von 3 % rechnete, was seine Ursache vor allem in der Einführung des Mindestlohns hat. Neben diesem gesetzlichen Mindestlohn muss indes auch der Pflegemindestlohn beachtet werden, der durch eine entsprechende Verordnung des Bundesministeriums für Arbeit und Sozial bis zum Jahr 2017 festgelegt ist und Steigerungssätze jeweils zwischen 3 und 4 % definiert. Auch muss bei der Plausibilität des Ansatzes der Entwicklung der Personalkosten beachtet werden, dass bei einer steigenden Zahl von Pflegebedürftigen und einer eher rückläufigen Zahl von Pflegenden – vielfach als „Pflegenotstand“ beschrieben – Anreize geschaffen werden müssen, was Geld kostet und folglich die Aufwendungen eines Unternehmens ansteigen lässt. Ansatzpunkte hierfür sind zum einen monetäre Anreize durch eine bessere und attraktivere Entlohnung, zum anderen aber auch verbesserte Arbeitsbedingungen, die indes entsprechende Investitionen erfordern. Die Prüfer wiesen im Rahmen ihrer Anhörung vor allem auf den von der Gesellschaft gewählten qualifizierten Ansatz zur Aus- und Weiterbildung durch eine eigene Akademie hin, was auch Geld kostet.

- (bb) Bei den Personalkosten mussten auch die Auswirkungen der Schließung von Werl konkret berücksichtigt werden, was sich in der Planung bei der Anzahl der beschäftigten Personen bzw. Vollzeitäquivalenten niederschlägt. Demgemäß weist auch der Prüfungsbericht darauf hin, dass die in Phase I zu erwartenden Gehaltsanpassungen teilweise durch Mengeneffekte infolge einer leicht reduzierten Belegungszahl kompensiert werden.

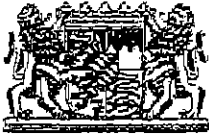


- (cc) Die Entwicklung der Personalkosten steht nicht in Widerspruch zu Restrukturierungen in den Jahren vor 2014, bei denen ein strikter Sparkurs verfolgt wurde, weil die Anzahl der Pflegekräfte durch entsprechende Verordnungen regulatorisch vorgegeben ist. Daher kann selbst dann, wenn es infolge der Restrukturierungsmaßnahmen zu einem Personalabbau gekommen sein sollte, kein weiteres Einsparungspotenzial erkannt werden kann; bei einem Verstoß gegen den vorgegebenen Personalschlüssel muss ein Heimträger gegebenenfalls auch mit Maßnahmen der Heimaufsicht rechnen. Derartige Verstöße können allerdings nicht unterstellt werden, zumal sie auch negative finanzielle Auswirkungen haben können.
- (dd) Die Möglichkeit der Zuwanderung von Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern aus den osteuropäischen Staaten der Europäischen Union oder aus dem Nahen und Mittleren Osten führt nicht zur Annahme eines zu hohen Ansatzes bei den Personalkosten. Die beiden gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer wiesen in diesem Zusammenhang auf den Ansatz der Ausbildung von Chinesinnen und Chinesen hin, der nur Kosten verursachte, was auch bei Zuwanderern der Fall sein würde. Angesichts der Annäherung der Vergütungshöhe an das Durchschnittsniveau der Europäischen Union auch in den osteuropäischen Mitgliedsstaaten wiesen die Prüfer überzeugend auch darauf hin, dass Arbeitsmigranten den Anspruch haben, nicht nur das Lohnniveau ihrer Heimatstaaten zu erreichen, sondern sich auch den Usancen des Landes zu unterwerfen, in dem sie arbeiten. Zudem müssen ohnehin auch hier die Vorgaben hinsichtlich der Mindestlohnhöhe beachtet werden, weshalb insgesamt wenig Potenzial für eine substan-



zielle Verringerung der Personalkosten besteht. Ein verstärkter Zuzug aus dem Nahen und Mittleren Osten war entsprechend der Wurzeltheorie in diesem Umfang zum Bewertungsstichtag nicht abzusehen. Abgesehen davon hat darauf verwiesen, es bestünden erhebliche Zweifel, inwieweit selbst bei einem vermehrten Zuzug aus diesen Krisenregionen der Pflegekräftemangel substantiell behoben werden könnte. Hierbei kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Anforderungen an eine Berufstätigkeit im Pflegebereich auch mit einem bürokratischen Aufwand ohne entsprechende sprachliche Kompetenz nicht zu erfüllen sind, weshalb auch eine erhebliche Zeitspanne für die Ausbildung in diesen Berufen notwendig ist. Angesichts dessen kann auch bei allem guten Willen zur Integration bei den Migranten nicht ohne Weiteres von einer Erfüllung dieser Anforderungen vor allem innerhalb der Detailplanungsphase ausgegangen werden. Wenn diese Arbeitskräfte eine entsprechende Qualifikation erlangen, werden sie einen entsprechenden Anspruch auf eine angemessene Vergütung nach den nicht verhandelbaren (tarif-)vertraglichen Vereinbarungen, jedenfalls aber auf den gesetzlichen Mindestlohn haben, weshalb auch deshalb ein Rückgang der Personalkosten nicht erwartet werden kann.

- (b) Ein Einsatz von Pflegerobotern mit denkbaren Auswirkungen auf die Kostenstruktur bei der Curanum AG war nicht zu berücksichtigen. Zum Stichtag der Hauptversammlung war derartige in Deutschland nicht ansatzweise in der Wurzel angelegt; auch wenn Pflegeroboter in anderen Kulturkreisen wie vor allem in Japan existieren, kann zum hier allein maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 19.12.2014 nicht davon



ausgegangen werden, dieses werde auch in Deutschland eingeführt werden.

- (c) Keiner Korrektur bedürfen die Ansätze zum Materialaufwand, weil dieser Kostenfaktor, der von € 37,417 Mio. im Jahr 2014 bis auf € 42,951 Mio. am Ende der Phase I ansteigen soll, plausibel in die Planung eingeflossen ist. Dem kann nicht entgegen gehalten werden, die Umsätze würden in diesem Zeitraum zumindest teilweise nahezu stagnieren und bei der stationären Pflege sogar zurückgehen. Dieser Kritikpunkt übersieht nämlich, dass eine absolute Unabhängigkeit des Materialaufwands vom Umsatz entsprechend den Erwägungen von Frau Brandenstein bei der Anhörung nicht gegeben sein kann. Sie verwies überzeugend darauf, dass dieser Aufwand nur zum Teil mit dem Umsatz korreliert, was zum Beispiel für den Einkauf von Leberismitteln gilt. Unter diese Position fallen indes auch Energiekosten und Instandhaltungsaufwendungen, die weitgehend unabhängig vom Umsatz sind. So erklärt sich der Anstieg von 2014 auf 2015 mit dem relativ milden Winter, weshalb das Jahr 2014 insoweit nicht repräsentativ war. Vielmehr musste auf das Jahr 2013 aufgesetzt werden, wobei die Materialaufwendungen mit € 39,179 Mio. dieses Jahres aber immer noch über dem für das Jahr 2015 angesetzten Betrag von € 38,635 Mio. lagen. Ab dem Jahr 2015 fallen Instandhaltungskosten, die vor allem aus der -Gruppe herrühren, in Höhe von rund € 1 Mio. an. Der von zur Plausibilisierung vorgenommene Vergleich mit externen Daten zeigt dann aber auch, dass die Curanum AG innerhalb der üblichen Kostenstruktur eines Betreibers von Pflegeheimen liegt. Gerade auch dieser Aspekt spricht für die Plausibilität der entsprechenden Ansätze.



- (d) Die Planung der Curanum AG vernachlässigt auch nicht den Umstand, dass ihr keine Kosten für den Umbauaufwand entstehen werden, der sich aus der Reduktion um 101 Betten in der stationären Pflege ergeben soll. Die Gesellschaft hatte bereits vor dem Inkrafttreten des GEPA NRW alle Einrichtungen analysiert und darauf aufbauend festgestellt, wo sie das finanzielle Risiko des Umbaus nach den Vereinbarungen in den jeweiligen Leasingverträgen treffe oder wo es keinen Bestandschutz gab. Die Planung der Gesellschaft wurde dann infolge des Inkrafttretens des GEPA NRW nur dergestalt angepasst, dass Investitionsaufwendungen unberücksichtigt blieben und geprüft wurde, wie das Verhältnis zwischen Einzel- und Doppelzimmern von 80 : 20 erreicht werden könne. Eine Hochrechnung der Auswirkungen dieses Landesgesetzes aus Nordrhein-Westfalen erfolgt nicht. In den anderen Ländern war vom jeweiligen Stand der Gesetzgebung ausgegangen. Angesichts der bei den Ländern liegenden Gesetzgebungskompetenz kann auch nicht davon ausgegangen werden, dass 15 Länder die Regelungen von Nordrhein-Westfalen unverändert übernehmen werden, was gleichfalls gegen eine Hochrechnung spricht, die mit der föderalen Struktur der Bundesrepublik Deutschland nicht vereinbar wäre.
- (e) Die Planannahmen zu den sonstigen betrieblichen Aufwendungen müssen als plausibel bezeichnet werden, auch wenn dieser Aufwandsposten im Jahr 2016 um rund 3,9 % höher liegen soll als im Vorjahr. Diese Position aus der Planungsrechnung umfasst Verwaltungsaufwendungen, Abgaben, Fortbildungskosten sowie Verwaltungsleistungen, die nicht umsatzabhängig sind, weshalb ein Vergleich mit der Umsatzentwicklung von 2015 auf 2016 nicht statthaft sein kann. Bei der Würdigung der Plausibilität der Planung für diesen Bereich muss zudem ins Gewicht fal-



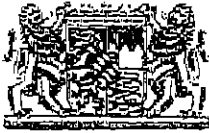
len, dass der prozentuale Anteil dieser Posten in Relation zu den Umsatzerlösen am Ende der Detailplanungsphase um 0,2 Prozentpunkte niedriger liegt als im Forecast-Jahr 2014.

Ebenso wenig wurden die sonstigen betrieblichen Aufwendungen zusammen mit Abschreibungen und Materialaufwand in der Tabelle zum Betriebsergebnis Vormodifikationen in Tz 188 des Bewertungsgutachtens von        doppelt erfasst. Diese Positionen sind in Tz. 164 des Bewertungsgutachtens enthalten, wo die Planung entsprechend dem internen Berichtswesen nach IFRS dargestellt wurde. In Tz. 188 geht es vor allem um die Effekte aus der Umwidmung des Leasings, die letztlich aus rein bewertungstechnischen Gründen erfolgte. Die Tabelle in Tz. 188 zeigt die Materialaufwendungen, die die Curanum AG tatsächlich bezahlt hat; zudem werden die Abschreibungen und der Zinsaufwand bereinigt. Der Vergleich der Planungsrechnung, wie sie in Tz. 164 dargestellt ist, mit den vorgenommenen Modifikationen in Tz. 189 zeigt, dass eine Doppelerfassung von Aufwendungen ausgeschlossen ist.

Das Zinsergebnis war in der Planung nicht gesondert ausgewiesen; daher musste es zu einer bewertungstechnischen Modellierung des Zinsergebnisses kommen, ohne dass damit eine eigenständige Planung der Bewertungsgutachter verbunden wäre. Diese Umstände führen somit nicht zu einer Unzulässigkeit der Verwertung der Planannahmen. Der Planung liegt unzweideutig die vom Vorstand verabschiedete Planung zugrunde, nicht dagegen eine Planung der Bewertungsgutachter.

Zudem waren gerade bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen diejenigen zu eliminieren, die sich aus der Grundsteuer für das zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehörende Grundstück in Ennepetal ergeben. Da beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen eine Veräußerung unterstellt wird, muss





dann auch die Grundsteuer im Vergleich zu den von der Gesellschaft erstellten Planungen entfallen, die notwendigerweise nicht zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen – im Gegensatz zur Unternehmensbewertung – unterscheidet. Ohne die in Tz. 188, 189 dargestellten Korrekturen würde die Grundsteuer für dieses Grundstück systemwidrig in die sonstigen betrieblichen Aufwendungen einfließen.

- (f) Die Tatsache einer „Sozialisierung“ von Pflegekosten im Wege der Übernahme durch die Gemeinschaft der Versicherten kann nicht als Argument dafür herangezogen werden, es gebe keinen Kostendruck bei steigendem Pflegebedarf.

verwies in diesem Zusammenhang realistischere Weise darauf hin, dass sich auch die Verantwortlichen in Legislative und Exekutive den Realitäten stellen müssen. Arbeitskosten lassen sich nicht mit 100 % Sozialkosten belägen; anderenfalls würde die Wirtschaftskraft der deutschen Unternehmen und ihre Wettbewerbsfähigkeit an den internationalen Märkten so stark leiden, dass es zu deutlich krisenhaften Entwicklungen käme, weil die Lohnstückkosten für die Unternehmen – wie bereits in der Vergangenheit zu beobachten war – viel zu hoch wären, um die aktuelle Stärke am internationalen Markt halten zu können.

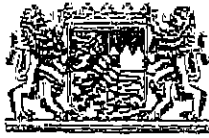
- (4) Das Zinsergebnis muss ebenso wenig wie die Steuerrechnung Anpassungen unterzogen werden.

- (a) Der dabei zugrunde gelegte Zinssatz von rund 4 % hat seine Grundlage in den vertraglichen Vereinbarungen mit                    wobei dieser Zinssatz auch bei anderen Verbindlichkeiten, die allerdings vom Umfang her deutlich niedriger ausfallen, herangezogen wurde. Die vertraglichen Vereinbarungen mit                    halten einem Drittvergleich stand. Die Prüfer nahmen hierzu einen



Vergleich mit Marktbedingungen vor und analysierten, welches Rating dem Spread für nicht gesicherte Verbindlichkeiten entspricht, wobei sie bei den Leasingverträgen auf dieselbe Art und Weise vorgegangen sind. Dabei floss auch der Umstand der Kurzfristigkeit dieser Verbindlichkeiten in die Analyse mit ein. Für die Prüfer war nach ihrer Anhörung wie auch ihren Ausführungen im Prüfungsbericht zentral, dass mit dem Darlehen von Bankverbindlichkeiten abgelöst werden sollten und dann der Zinssatz des Bankdarlehens im Wesentlichen übernommen wurde. Die Erhöhung des Spreads um 0,5 Prozentpunkte beruht auf dem Wegfall der von den Banken auferlegten Covenants. Dabei konnten die zu Beginn der Planungsperiode marktgerecht angesetzten Zinssätze für die gesamte Dauer der Detailplanungsphase angesetzt werden. Zur Begründung verwiesen und darauf, dass Änderungen im Vergleich zum Beginn nicht absehbar gewesen seien und im Übrigen der gewählte Ansatz auch zum Basiszinssatz passe.

Bezüglich der Genussscheine musste der Zinssatz von 8 % der Bewertung zugrunde gelegt werden, weil dieser in den entsprechenden Genussscheinbedingungen so festgelegt war. Demgemäß muss dies dann auch in der Planung so abgebildet werden, wobei die Gesellschaft bestrebt war, im Laufe der Detailplanungsphase die Genussrechtsverbindlichkeiten wegen der hohen Zinsbelastung weitgehend zurückzuführen; der verbleibende Rest floss dann als Annuität sachgerecht in die Ewige Rente ein. Das Bestreben der Gesellschaft zur Zurückführung dieser Verbindlichkeiten entsprach dem Tilgungsverhalten in der Vergangenheit und muss demzufolge nicht als unplausibel korrigiert werden.



- (b) Der Plausibilität des Zinsergebnisses kann nicht entgegen gehalten werden, die Tilgung von Verbindlichkeiten führe vorliegend zu einem höheren Zinsaufwand. Es handelt sich um Annuitätendarlehen, die zu Beginn zwangsläufig einen höheren Zinsanteil haben, der dann abschmilzt, wie es auch im Bewertungsgutachten von [redacted] dargestellt ist. Wenn ein neuer Vertrag hinzukommt, steigt zu Beginn von dessen Vertragslaufzeit naturgemäß der Zinsaufwand an.
- (c) Aus vorgenommenen Thesaurierungen kann weder ein niedrigerer Ansatz des Zinsaufwandes und/oder der sonstigen betrieblichen Aufwendungen abgeleitet werden; ebenso wenig müssten diese langfristig zu einem höheren EBIT-Wachstum oder steigenden Nettoeinnahmen führen. Bei der Unternehmensbewertung wurden diese Thesaurierungen während der Detailplanungsphase den Aktionären fiktiv als Wertbeitrag aus Thesaurierung in einem Umfang von € 33,872 Mio. zugeschrieben. Dann aber können sie nicht nochmals an anderer Stelle der Planung erfasst werden, weil es andernfalls zu einer auch hier nicht möglichen und folglich unzulässigen Doppelerfassung käme.
- (d) Die Steuerplanung erfolgte sachgerecht und kann daher der Ermittlung des Ertragswertes zugrunde gelegt werden. Dabei wurden namentlich die Verlustvorträge korrekt berücksichtigt, indem angenommen wurde, die Verlustvorträge für die Körperschaftssteuer würden im Jahr 2014 vollständig abgebaut, was sich zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt. Bezüglich der Gewerbesteuer ging die Planung jedenfalls von einer vollständigen Berücksichtigung mit einem vollständigen Abbau im Jahr 2018 und damit ebenfalls in der Detailplanungsphase aus.



Eine im Jahr 2013 gebildete Steuerrückstellung anlässlich einer im Oktober 2014 noch nicht abgeschlossenen Steuerprüfung führt nicht zur Anpassung der Bewertungsannahmen. Die Steuerberechnung erfolgt auf der Grundlage des Vor-Steuer-Ergebnisses, wie es sich nach den bewertungstechnischen Modifikationen ergab. Dabei wurden weder der Verbrauch noch die Auflösung von Rückstellungen modelliert, nachdem diese nicht zahlungsrelevant gewesen wäre, wie die beiden Abfindungsprüfer erläutert haben.

- (5) Die über einen Dienstleistungsvertrag der Curanum AG zugeflossenen Erlöse für die Übernahme von Verwaltungs- und Wäschereidienstleistungen flossen sachgerecht in die Planung ein. Die Beträge von € 1,1 Mio. in 2014 und von € 3,9 Mio. im ersten vollen Jahr 2015 sind zu einem erheblichen Teil in den sonstigen betrieblichen Erträgen abgebildet; für die Wäschereidienstleistungen in Höhe von € 700.000,- kam es zu deren Berücksichtigung im Rahmen der Darstellung der sonstigen Umsatzerlöse. Dabei zahlte die
- für diese Leistungen den Kostenersatz sowie eine angemessene Marge an die Curanum AG. Angesichts der Zahlung der angenommenen Gewinnmarge zuzüglich zu dem vollen Kostenersatz entstehen der Gesellschaft dadurch auch keine dauerhaften Ertragsnachteile. Die den Prüfern vorgelegte Vollständigkeitserklärung enthielt auch eine Passage, wonach der Dienstleistungsvertrag mit der

alle Leistungen enthält, die die Gesellschaft für ihre Vertragspartnerin erbringt bzw. künftig erbringen soll und dass diese Leistungen auch zu marktgerechten Preisen erfolgen.

Eine unangemessen niedrige Gegenleistung lässt sich nicht daraus ableiten, dass das Entgelt 0,5 % der Umsätze der ausmacht, wenn die Curanum AG selbst für das komplette Leistungsspektrum in etwa 8 % ihrer Umsatzerlöse als allgemeine Verwaltungskosten verbräuche und im Jahr 2015 nur um € 761.000,-



erhöhte sonstige betriebliche Erträge angesetzt worden seien. Diese Zahlen stimmen nämlich so nicht mit den tatsächlichen Gegebenheiten ein, weil die Aufwendungen von € 3,9 Mio. bei der Curanum AG erst im Jahr 2015 über das ganze Jahr hinweg anfallen, was auch für die Erlöse gilt. Der relevante Vergleich der durch die Übernahme der Verwaltung gestiegenen Personalkosten bei der Gesellschaft zwischen 2014 und 2015 zeigt – worauf die Abfindungsprüfer hingewiesen haben – die Erhöhung der Personalkosten in 2015 um rund € 580.000,–, wobei dann aber die Erlöse gegengerechnet werden müssen. Ebenso wenig kann davon ausgegangen werden, dass Entgelte in Höhe von mindestens € 7,5 Mio. oder 5 % der Umsätze der  
in die Planung der Gesellschaft einfließen müssten. Wesentlich muss dabei vor allem der Ansatz des Jahres 2015 sein, weil erst ab diesem Jahr die Verwaltungsdienstleistungen das ganze Jahr über erbracht werden, weshalb die Vergleiche des Jahres 2014 über eine Relation zum Gesamtjahresumsatz verzerrt sein müssen und keine Basis für die späteren Planjahre sein können. Zudem übernimmt die Curanum AG nicht alle Verwaltungsdienstleistungen für die  
sondern nur die im Dienstleistungsrahmenvertrag und durch Leistungsbeschreibungen spezifizierten Teilbereiche wie Reporting, Controlling, Treasury, Einkauf, Pflegesatzverhandlungen oder zentrales Marketing. Auch wenn dies ein erhebliches Spektrum von Dienstleistungen erfasst, konnten nicht all die Verwaltungsdienstleistungen von den vertraglichen Vereinbarungen erfasst werden, die vor Ort in den Einrichtungen der  
erbracht werden müssen.

Weitere Synergien waren dagegen nicht in die Planung aufzunehmen. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand-alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert



werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObLG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 28.4.2016, 5HK O 9122/14; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen. Die Abfindungsprüfer erläuterten, dass es nach den ihnen gegebenen Erläuterungen keine weiteren Leistungsverflechtungen mit Gesellschaften der -Gruppe gab. Dafür spricht vor allem der Umstand, dass der operative Betrieb in den einzelnen Einrichtungen erfolgt. Die Verwaltungsdienstleistungen im Verwaltungsbereich aus der Kooperation mit der flossen ebenso in die Planung ein wie auch der Darlehensvertrag mit im Finanzergebnis berücksichtigt wurde. Für weitere Synergien im Bereich des Einkaufs konnten die Prüfer keinerlei Anhaltspunkte finden, wie sie auf Nachfrage erläuterten.

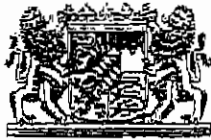
- (6) In der Ewigen Rente ab 2021 ff. müssen keine Änderungen vorgenommen werden.
- (a) Dabei konnte insbesondere am Ende der Detailplanungsphase von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden. Dies ist dann der Fall, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahm gemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG



Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13, BeckRS 2015, 13240; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 97).

Angesichts des stetigen Geschäftsmodells der Curanum AG und vor allem auch dem Ende des Einflusses von Sondereffekten des GEPA NRW im Jahr 2020 konnte ab den Jahren 2021 ff. ein Gleichgewichtszustand angenommen werden.

- (b) Die für den Terminal Value angesetzten Werte und Margen müssen nicht angepasst werden.
  - (aa) Dies gilt insbesondere für die angesetzte EBIT-Marge von 3,4 %, auch wenn diese niedriger liegt als zu Beginn der Detailplanungsphase. Die Entwicklung der EBIT-Marge in Phase I stellt sich als mathematisches Ergebnis der Entwicklungen zu den einzelnen Positionen dar, die in das operative Betriebsergebnis und damit auch in die entsprechende Marge einfließen. Diese EBIT-Marge entwickelte sich nach einem Wert von 4,2 % zu Beginn und einem Anstieg auf 4,5 % im Jahr 2015 indes rückläufig. Wenn dann für den nachhaltigen Zeitraum der Ewigen Rente nicht die Marge des letzten Planjahres 2020 herangezogen wird, das nicht mehr von Sondereinflüssen insbesondere den Auswirkungen des Inkrafttretens des GEPA NRW beeinflusst war, sondern der Durchschnitt der EBIT-Marge der letzten fünf Jahre des Detailplanungszeitraums herangezogen wird, muss dies als optimistisch bezeichnet werden. Dieser Durchschnittswert, der über der EBIT-Marge des Jahres 2020 liegt, berücksichtigt dann Effizienzsteige-



rungen bei den Mietkonditionen und dem Personalaufwand.

- (bb) Nicht zu beanstanden sind die Cash flow-relevanten Anpassungen, die für eine sachgerechte Ermittlung des Ertragswertes vorzunehmen waren.

Bei den Abschreibungen beruht dies auf der Erwägung, dass nachhaltig ein höherer Abschreibungsbedarf anzusetzen ist als im letzten Planjahr. Der Prüfungsbericht führt hierzu aus, dass nachhaltig ein gesteigener Reinvestitionsbedarf in Höhe von etwa € 10,8 Mio. angesetzt werden muss, um die Qualitätsstandards der Pflegeeinrichtungen nachhaltig aufrecht zu erhalten sowie den Ersatz des vorhandenen Anlagevermögens zu gewährleisten. In der Detailplanungsphase liegen die Abschreibungen ohne Finanzierungsleasing unterhalb der Investitionen, weshalb für die Phase II Anpassungsbedarf besteht. Langfristig aber werden sich die Abschreibungs- und die Investitionsquote annähern, weshalb die Differenz zwischen Abschreibungs- und Investitionsquote bei der Ableitung der zu diskontierenden Nettoausschüttungen wertmindernd berücksichtigt werden muss.

Zudem ergibt sich durch die Fortschreibung des Nettoumlaufvermögens gleichfalls ein nachhaltiger, wenn auch nur geringfügiger Anpassungsbedarf, der zu einer Reduzierung der ausschüttungsfähigen Cash flows führen muss.

Zum anderen muss die nachhaltige Kapitalstruktur konstant erhalten bleiben, weshalb sich die Nettofinanzverbindlichkeiten verändern. Das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse bedingt auch einen entsprechenden Anstieg der Bilanzposten, der dann entspre-





chend finanziert werden muss. Das Bewertungsgutachten ging dabei zugunsten der Minderheitsaktionäre davon aus, dass infolge des konstant angesetzten Verschuldungsgrades den Aktionären die wachstumsbedingt überschüssige Mittel unmittelbar zugerechnet werden können, was einen gegenläufigen Effekt bei den Cash flow-bedingten Anpassungen nach sich zieht.

- (cc) Die im Terminal Value angesetzte Steuerquote beträgt gerade nicht 36,9 %, weil zu ihrer Ermittlung nicht auf das Ergebnis abzüglich Cash flow-relevanter Anpassungen abgestellt werden darf.

Demzufolge ergeben sich folgende ausschüttungsfähigen Jahresüberschüsse für die Curanum AG:

In T€	2014 Plan	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 Plan	EWIGE Rente
Umsatzerlöse	298.765	301.067	301.252	302.533	305.988	308.912	313.855	316.993
Sonstige betriebliche Erträge	4.835	5.471	5.474	5.553	5.642	5.733	5.824	
<b>Gesamtleistung</b>	<b>303.600</b>	<b>306.538</b>	<b>306.726</b>	<b>308.087</b>	<b>311.630</b>	<b>314.645</b>	<b>319.679</b>	
Personalaufwand	(153.179)	(158.524)	(160.124)	(160.256)	(162.564)	(164.732)	(167.528)	
Materialaufwand	(37.417)	(38.635)	(40.434)	(41.240)	(41.779)	(42.275)	(42.951)	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(20.507)	(18.946)	(19.692)	(20.002)	(20.323)	(20.646)	(20.976)	
Aufwendungen für Miete, Mietnebenkosten	(68.970)	(68.708)	(68.205)	(66.546)	(67.611)	(68.692)	(69.791)	
Einmaleffekte	(2.144)	-	-	-	-	-	-	
<b>EBITDA - modifiziert</b>	<b>21.383</b>	<b>21.725</b>	<b>18.272</b>	<b>20.042</b>	<b>19.354</b>	<b>18.298</b>	<b>18.430</b>	
Abschreibungen	(8.800)	(8.271)	(8.152)	(8.229)	(8.361)	(8.494)	(8.630)	
<b>Betriebsergebnis - modifiziert</b>	<b>12.583</b>	<b>13.454</b>	<b>10.119</b>	<b>11.813</b>	<b>10.994</b>	<b>9.803</b>	<b>9.800</b>	<b>10.875</b>



- b. Der Wert der Ausschüttungen muss nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Tag der Hauptversammlung abgezinst werden. Über den Ansatz des Kapitalisierungszinssatzes, der vorliegend im Risikozuschlag einer Korrektur nach unten bedarf, soll eine Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten hergestellt werden.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

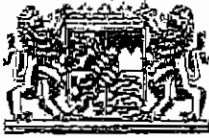
- (1) Der Basiszinssatz war unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 2 % vor Steuern und demgemäß auf 1,47 % nach Steuern festzusetzen.

- (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisie-



rungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; LG München I AG 2016, 95, 98; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesell-



schaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Auch wenn sich zwischen der Erstellung des Prüfungsberichts und dem maßgeblichen Bewertungsstichtag der Hauptversammlung am 19.12.2014 der dergestalt ermittelte Basiszinssatz von 2,1 % auf 1,9 % vor Steuern verringerte, muss bei der Ermittlung des Ertragswertes keine Veränderung vorgenommen werden, weil eine Rundung entgegen einer zum Teil in der Rechtsprechung vertretenen Auffassung (vgl. OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554) nach kaufmännischen Grundsätzen als zulässig angesehen werden muss. Gegen diese Rundung können grundlegende Bedenken nicht angebracht werden. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene (Auf-)Rundung auf 2 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551; OLG München, Beschluss vom 23.4.2015, Az. 31 Wx 413/14; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; in der Tendenz auch noch OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.).

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist



die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

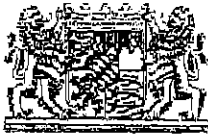
- (c) Ebenso wenig ist es geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen. Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfin-



denden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

Aus demselben Grund muss auch nicht auf die durchschnittliche Laufzeit der Finanzierungskredite der Curanum AG von zwei bis vier Jahren abgestellt werden.

- (d) Aus dem in die Planung eingeflossenen deutlich niedrigeren Habenzinssatz von 0,2 % bei der Ermittlung des Zinsergebnisses ergibt sich kein Widerspruch zur Festsetzung des Basiszinssatzes. Dies zeigt sich an den unterschiedlichen Funktionen der beiden Zinssätze. Der Habenzinssatz entspricht einer kurzfristigen Anlage von jederzeit verfügbarer Liquidität des Unternehmens, während der Basiszinssatz einen Einheitssatz für kurzfristig bis unendliche Laufzeiten quasi risikoloser Bundesanleihen darstellt.
- (e) Diesem Ansatz lässt sich nicht das vereinzelt vorgebrachte Argument entgegenhalten, aus den Beispielen der Vergangenheit über Staatspleiten ergebe sich die konkrete Gefahr einer Insolvenz auch der öffentlichen Hand. Auch hier gilt es zum einen zu berücksichtigen, dass es sich bei Anleihen der Bundesrepublik Deutschland um hinreichend (quasi-)sichere Papiere handelt. Zum anderen muss aber vor allem gesehen werden, dass infolge der Neuregelungen im Grundgesetz, die auch als „Schuldenbremse“ bezeichnet werden, die Gefahr eines Staatsbankrotts der Bundesrepublik Deutschland als in höchstem Maße unwahrscheinlich bezeichnet werden muss und folglich vernachlässigt werden kann.



- (f) Ebenso wenig lässt der niedrigere Ansatz eines Basiszinssatzes im vereinfachten Ertragswertverfahren einen Rückschluss auf diesen für den hiesigen Bewertungszweck angesetzten Basiszinssatz zu. Das vereinfachte Ertragswertverfahren stellt sich als standardisierte Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Festsetzung der Erbschaft- und Schenkungsteuer dar und kann deshalb auch auf vereinfachende Berechnungsparameter zurückgreifen. Demgemäß ist das Ertragswertverfahren darauf gerichtet, im Einzelfall den zutreffenden Unternehmenswert zu ermitteln, der dann auch verfassungsrechtlichen Anforderungen entsprechen muss, wenn Minderheitsaktionäre in ihrer vermögensrechtlichen Position betroffen werden. Während der Basiszinssatz im Ertragswertverfahren stichtagsgenau mit Hilfe eines dreimonatigen Referenzzeitraums ermittelt wird, wird dem vereinfachten Ertragswertverfahren der Basiszinssatz aus dem am ersten Börsentag eines Jahres festgestellten Renditen von Bundeswertpapieren mit jährlicher Couponzahlung und einer Restlaufzeit von 15 Jahren abgeleitet. Der so ermittelte Zinssatz wird dann bei allen Bewertungen bis zum Jahresende einheitlich angesetzt. Diese Vorgehensweise ist indes mit dem für die Zwecke der Unternehmensbewertung nach einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme maßgeblichen Stichtagsprinzip sowie mit den Grundsätzen der Laufzeitkongruenz nicht in Einklang zu bringen. Abgesehen davon haben die gerichtlich bestellten Prüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme darauf hingewiesen, dass der im Kalenderjahr 2014 angesetzte Basiszinssatz vor persönlichen Steuern im vereinfachten Ertragswertverfahren bei 2,59 % lag und sich dort ohnehin wertmindernd ausgewirkt hätte. Wenn auf die Grundsätze des vereinfachten Ertragswertverfahrens abgestellt werden soll, müsste dies auch konsequent erfolgen, auch wenn nicht einmal mehr ein Monat nach dem Stichtag der Hauptversammlung ein deut-



lich niedrigerer Basiszinssatz auf der Grundlage einer pauschalen Wertermittlung angesetzt wurde.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und vorliegend nach Steuern auf 2,03 % angesetzt werden muss.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

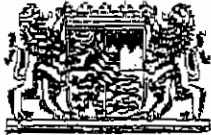
- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.





(aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

(bb) Die Kammer vermag der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das



(Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Markttrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Markttrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; LG München I AG 2016, 95, 99; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung,



a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1



ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).

- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).
- (b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktisikoprämie und dem Beta-Faktor.
- (aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund



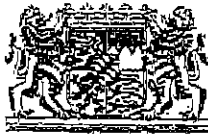
von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen.

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktweit des Eigenkapitals. Dabei



wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; auch Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 72 f.).

Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch nied-



rigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.



Der Ansatz eines Wertes von 5,5 % nach Steuern für die Marktrisikoprämie, wie dies im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angenommen wurde, kann auch aus einem anderen Grund nicht als zwingend und angemessen bezeichnet werden. In anderen Untersuchungen wurde nämlich abgeleitet, dass es infolge der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise nicht zu einem deutlichen Anstieg der Marktrisikoprämie kam. Zwei Prüfungsberichte der

für Zeitpunkte vor und nach dem hier maßgeblichen Stichtag sprechen eher gegen eine konstant reale Aktienrendite, nachdem diese Berichte zu der Feststellung gelangen, es gebe lediglich eine marginale Erhöhung des durchschnittlichen Wertes gegenüber den 2003 endenden Zeitreihen aus der Stehle-Studie und folglich auch keine Anhaltspunkte für eine signifikant gestiegene Marktrisikoprämie. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise auf die Marktrisikoprämie erst ex post nach deren Ende und letztlich auch nach dem Ende der auch zum Bewertungsstichtag andauernden expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank gewertet werden können. In die gleiche Richtung geht eine anhand des von Datastream bereit gestellten Index „World DS-Market“ aus dem Zeitraum von 1974 bis 2014 eine globale Marktrisikoprämie aus Sicht eines inländischen Investors von 4,55 % (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 251). Allerdings ist in diesem Zusammenhang nicht zu verkennen, dass dieser Ansatz auch Währungsrisiken beinhaltet und somit ebenfalls nicht zwingend für die Ableitung der Marktrisikoprämie herangezogen werden kann; zudem wird nicht klar herausgestellt, inwieweit es





sich dabei um einen Ansatz vor oder nach Steuern handelt, auch wenn mehr für die Annahme eines Nach-Steuerwertes sprechen dürfte..

Für den Ansatz einer Markttrisikoprämie von 5 % nach Steuern im Anwendungsbereich des (Tax-)CAPM sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die in diesem Zusammenhang – anders als beim Basiszinssatz – eher zurückgegriffen werden kann, weil es hier gerade nicht zu einer schematischen Anpassung zu einem Stichtag für das gesamte Jahr kommt. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2014, 453, 455 = Der Konzern 2014, 172, 174 = NJW-RR 2014, 473, 474 f.; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Markttrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund gedrängt. Die Kammer erachtet den Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe, als jedenfalls nicht weniger gut geeignet, um die Markttrisikoprämie festzulegen.



Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 % , die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.).

- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM herangezogenen Beta-Faktors konnte aus einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmenseigene Beta der Curanum AG nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Die fehlende Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors beruht auf den nachstehenden Erwägungen.

Ein wesentliches Indiz gegen die Maßgeblichkeit des unternehmenseigenen Beta-Faktors der Curanum AG ist bereits das Ergebnis des t-Tests. Dieser gibt Auskunft darüber, inwieweit die Marktrendite als unabhängige Variable Einfluss auf die Aktienrendite als abhängige Variable hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor – also die Rendite des Aktienindex – wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Beta-Faktor und dessen Standardfaktor berechnet. Auf diese Art und Weise wird mit dem t-Test überprüft, ob der Beta-Faktor statistisch signifikant einen



vom vorgegebenen Wert verschiedenen Wert annimmt. Somit kann ermittelt werden, ob aufgrund des ermittelten Stichproben-Beta mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden kann, dass das Beta Null ist (vgl. Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532). Vorliegend war das Ergebnis des t-Tests fast durchweg negativ, weshalb es an der Signifikanz fehlt. Gegen den CDAX als breitestem nationalem Index gab es nur ein einziges Mal einen positiven t-test bei einem 5-Jahres-Zeitraum bis zum 2.10.2014 bei monatlichen Abfragen. Bei wöchentlichen Abfragen über einen 2-Jahres-Zeitraum bis zum 2.10.2014 fiel der t-Test ebenso negativ aus wie bei der Abfrage zu Jahresscheiben mit monatlichen Abfragen jeweils bis zum 2.10.2010 bzw. 2.10.2014. Gegen den MSCI World Index fiel der t-Test durchweg negativ aus. Beim STOXX-Europe gab es – ähnlich dem CDAX – einen aussagekräftigen Wert in einem Zeitraum von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen bis zum 2.10.2015.

Auf die mangelnde Aussagefähigkeit des unternehmens-eigenen Beta-Faktors deutet auch die mangelnde Signifikanz des Bestimmtheitsmaßes  $R^2$  hin. Dieses Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Für einen 5-Jahres-Zeitraum mit monatlichen Renditeintervallen ergab sich gegenüber dem STOXX-Europe ein Bestimmtheitsmaß  $R^2$  von 0,11. In allen anderen untersuchten Zeiträumen und Intervallen ermittelten die Abfindungsprüfer gegen die dargestellten Aktienindices ein Bestimmtheitsmaß  $R^2$  zwischen mehrfach 0,00 und maximal 0,08. Die Werte von maximal 0,11 bei der



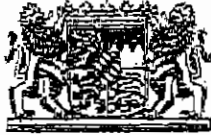
Betrachtung eines 5-Jahres-Zeitraums bei monatlichen Renditeintervallen besagen, dass maximal 11 % der Variabilität der Rendite des STOXX-Europe die Rendite der Curanum AG zu erklären vermögen. Nur dieser Wert lässt es zu, eine hinreichende Aussagekraft des Bestimmtheitsmaßes zu bejahen, weil die Grenze hierfür regelmäßig bei 0,1 gezogen wird und darunter liegende Werte auf eine mangelnde Aussagekraft des originären Beta-Faktors hindeuten. Zwar werden zum Teil Bedenken geäußert, allein wegen eines niedrigen Bestimmtheitsmaßes das originäre Beta im Einzelfall nicht heranzuziehen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532). Doch muss hier nicht abschließend entschieden werden, inwieweit diese Einwände berechtigt sind oder nicht.

Der unternehmenseigene Beta-Faktor kann nämlich aus einem anderen Grund zur Bestimmung des unternehmensindividuellen Risikos der Curanum AG nicht herangezogen werden, wie sich vor allem aus der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer ergibt. Entscheidend dagegen spricht nämlich die mangelnde Liquidität der Aktie der Curanum AG. Der hohe Bid-Ask-Spread spricht entscheidend gegen die Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors der Gesellschaft. Dieser lag gegen alle Aktienindices nie unter 1,63 % für den Ein-Jahres-Zeitraum bis zum 2.10.2014 und erreichte Maximalwerte von 4,26 % für den Ein-Jahres-Zeitraum bis zum 2.10.2011 jeweils bei wöchentlichen Renditeintervallen.



Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. In den beiden Jahren mit positiven t-Test und ansatzweise signifikantem Bestimmtheitsmaß  $R^2$  lagen die Bid-Ask-Spreads bei jeweils 2,9 % und damit weit oberhalb des Grenzwertes, bei dem von einer hinreichend liquiden Aktie ausgegangen werden kann, wobei dieser Grenzwert regelmäßig bei Bid-Ask-Spreads von 1 %, maximal jedoch 1,25 % angesetzt wird, wie der Kammer aus anderen Spruchverfahren bekannt ist. Zudem muss gesehen werden, dass in diesen beiden Betrachtungszeiträumen der Beta-Faktor mit einem Raw Beta von 0,56 bzw. 0,86 deutlich über dem mit Hilfe einer Peer Group ermittelten und in die Bewertung eingeflossenen unlevered Beta von 0,40 liegt.

- (cc) Der Ansatz eines das operative Risiko widerspiegelnden unverschuldeten Beta-Faktors von 0,4 muss nicht korrigiert werden. Dabei können grundlegende Bedenken gegen die sich aus ausländischen Unternehmen zusammensetzende Peer Group nicht erhoben werden (vgl. OLG



Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 31.5.2016, Az. 5HK O 14376/13). Eine in Deutschland ansässige börsennotierte Aktiengesellschaft, die in einer Peer Group Berücksichtigung finden könnte, war nicht aufzunehmen. Die ohnehin nicht zahlreichen börsennotierten Aktiengesellschaften, die in die ursprüngliche Long List der Bewertungsgutachter und auch der Abfindungsprüfer aufgenommen wurden, konnten bei der Verdichtung zu den gefundenen drei Vergleichsunternehmen aus Frankreich nicht in der Peer Group verbleiben.

Die MediClin AG konnte angesichts eines nicht vergleichbaren Geschäftsmodells nicht aufgenommen werden. Die Rhön-Kliniken AG wies infolge der Übernahme durch Fresenius einen verzerrten Beta-Faktor auf, weshalb dieser schon aus diesem Grunde nicht herangezogen werden kann. Ebenfalls sachgerecht erfolgte die Nichtaufnahme der Marseille-Kliniken AG Hamburg; zum einen gab es infolge eines Beschlusses zur Einstellung der Börsenzulassung keine öffentlich zugänglichen Finanzinformationen mehr; zum anderen kann angesichts eines Bid-Ask-Spreads von 3,3 % für den 5-Jahres-Zeitraum vor der Ankündigung des geplanten Delisting nicht von einer hinreichenden Liquidität der Aktie ausgegangen werden, um statistisch valide Ergebnisse zu erhalten. Zudem erläuterten die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme, Klinik- bzw. Krankenhausbetreiber ausgeschlossen zu haben. Diese Vorgehensweise erachtet die Kammer angesichts des Hinweises auf unterschiedliche gesetzliche Vorgaben auch zur Leistungsbe-



rechnung als zutreffend, weshalb die operativen Risiken dieser drei Unternehmen, auch wenn sie neben ihrem überwiegenden Klinikbetrieb einige Pflegeheime betreiben, nicht denen eines reinen Pflegeheimbetreibers wie der Curanum AG entsprechen.

Die drei ausgewählten Unternehmen – Group Orpea S.A., -Medica S.A. und Le Noble Age S.A. – müssen als vergleichbar angesehen werden, auch wenn sie jedenfalls zum Teil deutlich höhere Umsätze erzielen als die Curanum AG. Wenn wie hier keine von der Größe her in etwa vergleichbare Unternehmen herangezogen werden können, ist es dennoch als sachgerecht zu bezeichnen, wenn Unternehmen derselben Branche aufgenommen werden. Wesentlich entscheidender als die Größe ist nämlich die Risikostruktur des zu vergleichenden Unternehmens (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 3.4.2012, Az. 20 W 7/09). Bei allen drei Unternehmen rechtfertigt sich ihre Aufnahme in die Peer Group aus der ähnlichen Risikostruktur, auch wenn sie ihren Sitz in Frankreich haben. Die französische Volkswirtschaft unterliegt als Bestandteil der Europäischen Union wie auch des Euro-Währungsgebiets sowie ihres Reifegrades ähnlichen Einflussfaktoren wie die deutsche, weshalb die beiden Volkswirtschaften auch eng miteinander verflochten sind. Ebenso verläuft die demographische Entwicklung in beiden Staaten jedenfalls ähnlich, wobei auch die Finanzierung von Pflegeeinrichtungen in jeweils vergleichbarer Größenordnung von öffentlichen Sicherungssystemen bereitgestellt wird, wie die Abfindungsprüfer dargestellt haben. Dabei könnte das Risiko in Frankreich angesichts eines tendenziell geringeren Anteils pflegebedürftiger Menschen sogar risikobegrenzend sein.



Ein Equity Home Bias – mithin die vielfach zu beobachtende Vorgehensweise von Anlegern, überproportional aus ihrem jeweiligen Heimatland zu erwerben – hat aus zweierlei Gründen keinen Einfluss auf den Beta-Faktor. Zum einen beschreibt dies ein Verhalten von Anlegern, bei dem es dann gerade nicht um die Vergleichbarkeit von Unternehmen gilt; zum anderen spielt dies vorliegend auch deshalb keine Rolle, weil vorliegend die Regression von Aktien in Frankreich notierter Unternehmen gegen einen französischen Vergleichsindex erfolgte.

Die Regression gegen den französischen Leitindex CAC 40 anstelle des marktbreitesten französischen Index CAC All-Tradable Index führt nicht zu einer Anpassung des Beta-Faktors nach unten. Aus der ergänzenden Stellungnahme von  und  ergibt sich nämlich, dass bei Wahl des breitesten nationalen Index, der sich aus den Aktien von 329 an der Pariser Börse gehandelten Unternehmen zusammensetzt, ein höherer Beta-Faktor mit der Folge eines niedrigeren Unternehmenswertes errechnet würde, nachdem sich dabei Beta-Faktoren für die drei Unternehmen von 0,49, 0,48 und 0,41 ergaben.

Soweit geltend gemacht wurde, die Beta-Faktoren der drei Vergleichsunternehmen seien fehlerhaft aus den gemessenen verschuldeten Beta-Faktoren abgeleitet werden, vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Die im Bewertungsgutachten in Tz. 226 dargestellte Tabelle enthält aufgrund eines Versehens nicht die Verschuldungsgrade des Unternehmens der Peer Group, sondern die Verschuldungsquoten. Vor allem aber übersieht der Antragsteller zu 40) das Debt Beta. Bei der von ihm vorgenom-





menen Umrechnung der verschuldeten Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen in unverschuldete Beta-Faktoren auf der Grundlage der Buchwerte des Eigenkapitals bzw. der Netto-Finanzverbindlichkeiten übersieht der Antragsteller zu 40), dass sich die Verschuldungsgrade der Vergleichsunternehmen im Zeitablauf verändern, was die Abfindungsprüfer wie auch die Bewertungsgutachtern berücksichtigt haben, während der Antragsteller zu 40) ausschließlich den Verschuldungsgrad zu einem Zeitpunkt des 31.12.2013 in seine Berechnungen einfließen ließ. Bei der Berechnung des Verschuldungsgrades können auch nicht die Buchwerte des Eigenkapitals zugrunde gelegt werden; vielmehr müssen Marktwerte bei der Berechnung des Verschuldungsgrades angesetzt werden, wobei für das Eigenkapital vielfach der Börsenwert angesetzt wird.

Aus den Überlegungen des Gutachtens, das im Zusammenhang mit der Einbringung als Sacheinlage erstellt wurde, lassen sich keine anderen Erkenntnisse ableiten, um die Curanum AG wenigstens in die Peer Group einfließen zu lassen. Ein Valuation Memorandum der Freitag & Co. GmbH zur Bewertung der Curanum AG wurde auf einen Stichtag 14.6.2013 – mithin rund 1 ½ Jahre vor dem hier maßgeblichen Stichtag – erstellt. Zudem lag den Abfindungsprüfern diese Unterlage vor, ohne dass ihr zu entnehmen gewesen wäre, welche Vergleichsunternehmen seinerzeit berücksichtigt worden wären. Abgesehen davon gelten zur Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors der Gesellschaft auch hier die oben angestellten Erwägungen.

Vorliegend musste der Beta-Faktor über die Detailplanungsphase hinweg wie auch im Terminal Value konstant



angesetzt werden, auch wenn der Marktwert der Netto-Finanzverbindlichkeiten nach 2017 wieder ansteigt. Langfristig muss das Risiko der Fremdkapitalgeber maximal dem der Eigenkapitalgeber entsprechen. Dies führt dazu, dass auch in der Ewigen Rente derselbe Beta-Faktor angesetzt werden muss wie in der Detailplanungsphase, auch wenn sich nachhaltig eine geringere Netto-Finanzverschuldung errechnet. Zum Bewertungsstichtag hat sich eine zu vernachlässigende Veränderung des Beta-Faktors von 0,44 auf 0,45 ergeben; dies kann nicht dazu führen, dass der angesetzte Beta-Faktor unangemessen sein könnte.

- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag von 2,03 % nach Steuern in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Risikosituation der Gesellschaft ergebenden Risiken, die als deutlich unterdurchschnittlich einzustufen sind. Das Geschäftsmodell der Curanum AG ist nur in sehr geringem Umfang von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und konjunkturellen Schwankungen abhängig. Auch lassen sich angesichts der Kundenstruktur mit einer Vielzahl von Empfängern von Pflegeleistungen und der dieser maßgeblich finanzierenden Kostenträger Klumpenrisiken weitgehend ausschalten. Ebenso ist die Curanum AG seit 1981 in einem reifen Markt etabliert und folglich auch sehr viel geringeren Prognoseunsicherheiten ausgesetzt als beispielsweise Start up-Unternehmen in jungen Branchen und sich entwickelnden Märkten. Aus der zu erwartenden demographischen Entwicklung lassen sich zudem Chancen auf eine Ausweitung der Geschäftstätigkeit ableiten, denen indes auch Risiken dergestalt gegenüberstehen, ob der dadurch entsprechend steigende Bedarf an qualifiziertem Personal zu adäquaten Kosten gedeckt



werden kann. Bei einer Gesamtabwägung darf auch die hohe Kapitalintensität des Geschäftsmodells der Gesellschaft nicht übersehen werden, das sich auch in einer entsprechenden Verschuldung niederschlägt. Insoweit existieren nicht zu vernachlässigende Risiken, die erforderlichen Erneuerungen von Leasingverträgen nicht bzw. nicht zu kostendeckenden Konditionen erbringen zu können. Bei der Risikoeinschätzung spielt auch eine Rolle, dass die Branche in hohem Maße reguliert ist und mit wesentlichen Teilen der Erlöse in Form der Pflegesätze sowie die Kosten durch Vorgaben zur Mindestausstattung der einzelnen Einrichtungen sich diese ungünstig entwickeln können.

Bei einer Gesamtschau muss der über das (Tax-)CAPM abgeleitete Risikozuschlag als mit dem in Relation zum Gesamtmarkt zu beobachteten Risiko der Gesellschaft als in Einklang stehend angesehen werden.

- (3) Der mit 1 % angesetzte Wachstumsabschlag im Terminal Value muss nicht erhöht werden:
  - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen



(vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 134). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

In der Vergangenheit war es der Gesellschaft auch nur zum Teil gelungen, Preissteigerungen auf der Kostenseite an die Kunden weiterzugeben, wie eine Analyse des um Sondereffekte bereinigten Vergangenheitszeitraum der Jahre 2011 bis 2013 ergeben hat. Das Wachstum der Umsatzerlöse von 2011 auf 2012 war vor allem auf eine effizientere Auslastung der Pflegeheime und weniger auf Preissteigerungen zurückzuführen. In der Detailplanungsphase wird dagegen bereits durchgehend von einer außerordentlich hohen Belegungsquote ausgegangen. Im gesamten Vergangenheitszeitraum kam es zu einer Erhöhung der Umsatzerlöse um insgesamt 4,5 %, wobei dies zum



Teil auf Mengeneffekte und nur zum Teil auf Preissteigerungen zurückzuführen ist. Wenn dann die Aufwendungen auf bereinigter Basis gleichfalls um 4,5 % steigen, ergibt sich daraus, dass die Kostensteigerungen nur zum Teil und gerade nicht in vollem Umfang an die Kunden weitergegeben werden können.

Gerade im Geschäftsfeld der Curanum AG muss gesehen werden, dass der Markt der Pflegedienstleistungen in Deutschland nicht als dynamischer Wachstumsmarkt bezeichnet werden kann. Die sich in diesem Markt ergebenden Chancen aus einer demographisch bedingten Erhöhung der nachgefragten Dienstleistungen werden in einem angebots- wie nachfrageseitig atomistischen Markt von einer Vielzahl von aktuellen und neu entstehenden Anbietern wahrgenommen werden können. Aufgrund demographisch bedingter Finanzierungsengpässe der Sozialkassen lässt sich mit einer mit höheren Kosten Schritt haltenden Erhöhung der Durchschnittserlöse und damit der Preiskomponente nicht rechnen, weshalb die Kosten stärker steigen dürften als die Umsätze. Dabei ist ausweislich der Ausführungen in der ergänzenden Stellungnahme bereits berücksichtigt, dass das Vermögen der Pflegebedürftigen zur Bezahlung der Dienstleistungen von Pflegeheimbetreibern eingesetzt wird. Diesem Faktor kommt insbesondere angesichts der künftig zu erwartenden geringeren Altersrenten und einer begrenzten und zunehmend begrenzteren Beteiligung der Pflegekassen an steigenden Aufwendungen eine zunehmend höhere Bedeutung zu, wobei dies auch für den Einsatz des Vermögens und Einkommens unterhaltspflichtiger Angehöriger gilt. Diese Möglichkeiten sind allerdings begrenzt, weil die verfügbaren Einkommen auch für Konsumzwecke genutzt werden. Aufgrund des bei der Finanzierung der Sozialkassen maßgeblichen Umlagesystems kann der Faktor "Arbeit" aber – wie bereits in anderem Zusammenhang oben ausgeführt – nicht so stark belas-



tet werden, dass Unternehmen nicht mehr willens und in der Lage sind, dies zu finanzieren und folglich in verstärktem Maße Arbeitsplätze abbauen, wie dies bereits in der Vergangenheit zu beobachten war, wenn der Faktor "Arbeit" zu teuer wurde. Arbeitsmarktpolitische Reformen führten dann stets auch zur Reduzierung der Belastung von Unternehmen mit Sozialabgaben. Angesichts dessen kann nicht davon ausgegangen werden, es handele sich bei diesen Überlegungen zu einer steigenden Quote der Sozialabgaben lediglich um durch nichts belegte Spekulationen.

Ebenso muss in die Gesamtüberlegungen zum Wachstumsabschlag einfließen, dass die Umsatzerlöse der Gesellschaft gerade nicht zu 100 % aus den Pflegekassen generiert werden. Demgemäß bilden auch die gesetzlich festgelegten Pflegesätze nur Anhaltspunkte für die tatsächlich verhandelten Beträge.

Vor allem kann auch nicht außer Betracht bleiben, dass bei der Ergebnisentwicklung, die für die Bemessung des Wachstumsabschlags wesentlich ist, die Aufwendungen insbesondere im Personalbereich eine ganz zentrale Rolle spielen werden, bei denen das Erfordernis attraktiver Arbeitsplätze ein das Ergebniswachstum begrenzender Faktor ist, nachdem dies im Wesentlichen über höhere Löhne und Investitionen in bessere Arbeitsbedingungen zu erzielen ist.

Dieser Ansatz steht auch in Einklang mit der erwarteten nachhaltigen Rendite. Wenn eine gleichbleibende, wenn auch im Vergleich jedenfalls zum Beginn der Detailplanungsphase niedrigere Rendite erwartet wird, passen hohe Wachstumsraten nicht dazu. Gerade das kapitalintensive Geschäftsmodell und die Stand alone zu betrachtende Situation der Curanum AG zeigen, dass diese eben nicht durch Zukäufe wachsen kann, weshalb der Wachstumsabschlag von 1 % nicht zu korrigieren



ist. Dabei darf auch nicht außer Acht bleiben, dass sich das GEPA NRW auch im Terminal Value limitierend auswirkt bei der erforderlichen Betrachtung der Gesellschaft Stand alone. Daher kann die deutlich höhere Marge zu Beginn der Detailplanungsphase nicht als Rechtfertigung dafür herangezogen werden, in der Ewigen Rente müsse ein höherer Wachstumsabschlag bei der Entwicklung der Ergebnisse angesetzt werden.

- (b) Selbst wenn dieses inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte, von der zum Stichtag ausgegangen wurde, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf ein dauerhaft real schrumpfendes Unternehmen. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12).

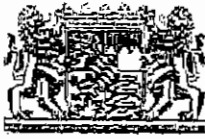
Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus mehreren anderen Verfahren überzeugend dargestellt wurde, in denen insbesondere auch als gerichtlich bestellter Sachverständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie von Creutzmann (BewP 2011, 24) führt nicht zu



einer abweichenden Beurteilung, auch wenn er die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlages – Bruttoinlandsprodukt, Inflationsrate und Gewinnwachstum der Unternehmen – zusammenfasst. Dabei lag das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 bei 2,4 % und damit über der Inflationsrate von 1,9 %. Der Wachstumsabschlag von 0,75 % spiegelt dabei aber nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das – wie oben ausgeführt – nach Hinzurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstum deutlich höher liegt.

Auch eine Dissertation von Bork führt zu keinen abweichenden Erkenntnissen. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Etwas anderes lässt sich nicht aus einer Untersuchung von Schüler/Lampenius ableiten, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum zwischen 1985 und 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflations-schätzern sei ein negatives Realwachstum festgestellt worden. Diese Untersuchung rechtfertigt vor allem deshalb kein anderes Ergebnis, weil die Datengrundlage mit dem Ansatz des Verbraucherpreisindex in Deutschland bzw. den Schätzungen der





Deutschen Bundesbank nicht zu überzeugen vermag. Wesentlich müssen nämlich – wie bereits ausgeführt – die Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen sein. Aus demselben Grund überzeugt auch nicht die Annahme von Knoll, eine unvollständige Überwälzung der Inflation stehe in Widerspruch zum Postulat des eingeschwungenen Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von Knoll geht indes von der erwarteten langfristigen Inflation seitens der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2 % aus, was indes nicht hinreichend die relevanten Veränderungen des Preisniveaus auf der Grundlage von Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen berücksichtigt.

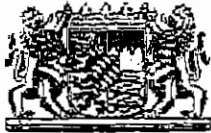
Auch kann nicht davon ausgegangen werden, die Prüfer hätten sich lediglich auf eine veraltete Studie von Widmann/Schieszl/Jeromin berufen. Sie haben insbesondere in ihrem Bericht neuere Untersuchungen zu diesem Gesamtkomplex verwiesen, die insbesondere das thesaurierungsbedingte Wachstum einbeziehen.

Somit ergibt sich unter Berücksichtigung des Wertbeitrags aus Thesaurierung ein Ertragswert der Curanum AG von € 131,147 Mio. wie folgt:

	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Rente
Zu diskontierende Thesaurierung	6.999	7.012	4.528	5.615	5.485	3.453	3.354	1.875
Kapitalisierungszinssatz	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	2,5%
	0,98	0,95	0,92	0,89	0,86	0,83	0,80	32,36
<b>Barwert in T€</b>	<b>7.113</b>	<b>6.887</b>	<b>4.297</b>	<b>5.150</b>	<b>4.862</b>	<b>2.959</b>	<b>2.777</b>	<b>62.791</b>
<b>Wertbeitrag aus Thesaurierung</b>	<b>96.837</b>							

Wertbeitrag aus Nettoausschüttung

34.310



---

Wertbeitrag aus Thesaurierung	96.837
<b>Ertragswert</b>	<b>131.147</b>

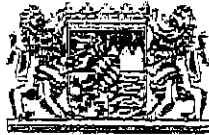
---

c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen war ein Wert von insgesamt € 533.000,- anzusetzen.

- (1) Dabei besteht kein Korrekturbedarf hinsichtlich der Einrichtung in Ennepetal – eine ausweislich des vorgelegten Bewertungsgutachtens sowie der Erkenntnisse der Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht und der ergänzenden Stellungnahme nicht mehr betriebsnotwendige Einrichtung samt dazugehöriger Liegenschaft. Diese Einrichtung wurde zum Bilanzstichtag 31.12.2013 aufgrund andauernder Vermarktungsschwierigkeiten außerplanmäßig abgeschrieben, was von den Abschlussprüfern auch nicht beanstandet wurde. Aus der den Prüfern hierzu vorgelegten Dokumentation ergab sich, dass mögliche Interessenten wegen ihrer günstigen Lage an der Liegenschaft, nicht aber an der darauf befindlichen Bebauung interessiert sind. Demzufolge wurde der Wert des Grundstücks nach dem Bodenwert entsprechend dem Wertgutachten eines öffentlich bestellten und vereidigten Immobiliensachverständigen abzüglich der Abbruchkosten angesetzt. Diese Vorgehensweise ist nicht in Frage zu stellen.

Der Ansatz der gleichfalls nicht mehr betriebenen Einrichtung in Großalmerode zum Buchwert bedarf gleichfalls keiner Korrektur. Angesichts eines Buchwerts von € 89.000,- oder eines Anteils von 0,68 % am Gesamtunternehmenswert von € 131,68 Mio. war eine genaue Ermittlung des Werts dieser kleinen Liegenschaft nicht angezeigt, zumal der Ansatz im Jahresabschluss geprüft und testiert wurde.

Hinzu zu addieren sind die nicht infrage gestellten Werte für das Körperschaftsteuerguthaben in Höhe von € 50.000,- sowie der



Buchwert des Eigenkapitals der nicht operativ tätigen Holdinggesellschaft Servicegesellschaft West GmbH, München von € 73.000,-.

- (2) Weitere Sonderwerte mussten nicht angesetzt werden.
- (a) Dies gilt zunächst für nicht betriebsnotwendige Liquidität; insoweit musste kein Sonderwert angesetzt werden, weil die zum 31.12.2013, also dem bewertungstechnischen Stichtag, vorhandene und unverändert fortgeschriebene Liquidität als betriebsnotwendig eingestuft werden muss. und wiesen in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 2.5.2016 darauf hin, dass von der mit € 7,6 Mio. ausgewiesenen Liquidität Beträge von insgesamt € 4,1 Mio. verpfändet waren, weshalb sie sich einer operativen Nutzung entziehen und auch nicht ausgeschüttet werden können. Der nutzbare Restbestand von € 3,5 Mio. muss als betriebsnotwendig angesehen werden. Aus der Cash flow-Planung ergibt sich ein betriebsnotwendiger Liquiditätsbedarf von € 4 Mio.; wenn man im Jahr 2015 von jährlichen Aufwendungen von € 298 Mio. mit steigender Tendenz in den Folgejahren ausgeht, bedeutet ein Liquiditätsbestand von € 3,5 Mio. eine Reichweite von weniger als fünf Tagen. Dann aber ist der Rückschluss auf die Betriebsnotwendigkeit zutreffend erfolgt.
- (b) Der Wert der Marke „Curanum“ konnte nicht als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen. Deshalb musste er auch nicht ermittelt und im Bewertungsgutachten sowie dem Prüfungsbericht ausgewiesen werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; ande-



renfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Somit ergibt sich ein Unternehmenswert der Curanum AG von € 131,68 Mio., der sich aus dem Ertragswert der Gesellschaft von € 131,147 Mio. und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen von € 533.000,- zusammensetzt. Daraus ist dann bei insgesamt 42.101.898 Aktien eine angemessene Barabfindung von € 3,13 je Aktie abzuleiten.

d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG verankerten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten.

(1) Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bereits zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

(a) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172;



OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 8 Rdn. 4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in zwei mehrstündigen Anhörungsterminen und der aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung aber auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prü-



fers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl. SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2



Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilshabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6).

- (b) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin. und verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Sie haben sowohl im Prüfungsbericht als auch bei ihrer mündlichen Anhörung samt der ergänzenden Stellungnahmen die vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt und dabei auch begründet, warum sie – auch in Auseinandersetzung mit unterschiedlichen in der betriebswirtschaftlichen Literatur vertretenen Auffassungen – die Ansätze aus dem Bewertungsgutachten von für angemessen und sachgerecht begründet erachtet. Dies macht deutlich, dass sich und



ihrer Aufgabe und Funktion als Prüfer in vollem Umfang bewusst war und die Feststellungen der Bewertungsgutachter kritisch durchleuchtet haben. Im Rahmen ihrer mündlichen Anhörungen wie auch bei seinen ergänzenden Stellungnahmen haben sie sich eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen und Einwendungen gegen die Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Curanum AG auseinandergesetzt. An ihrer Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel.

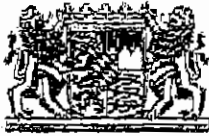
Deshalb besteht auch kein weiterer Aufklärungsbedarf zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung, was auch hinsichtlich der Vorlage der Zahlen im Einzelnen gilt, die seinen Ausführungen in der ergänzenden Stellungnahme vom 30.6.2016 zugrunde gelegt hat. Bei den unterschiedlichen Beta-Faktoren legte er solche Beta-Faktoren zugrunde, die deutlich zeitnäher zum Abschluss der Bewertungs- bzw. Prüfungsarbeiten lagen als die sich auf einen Zeitraum von fünf Jahren vor Anfang Juli 2014 bezogen. Nahmen die von ihm herangezogenen Daten zur Berechnung der Beta-Faktoren mit Monatsintervallen stets auf den letzten Börsentag eines Monats und nicht auf einen bestimmten Wochentag wie beispielsweise den ersten Montag eines Monats Bezug. Zur Begründung der Angemessenheit dieses Vorgehens verwies auf Untersuchungen, die den Einfluss des Wochentages auf die Ermittlung durchschnittlicher Beta-Faktoren untersuchen und dargestellt haben, wobei diese Studien zu dem Ergebnis gelangten, dass es dadurch zu erheblichen Verzerrungen kommen kann. Wenn dagegen der letzte Börsentag eines Monats gewählt wird, kommt es gerade nicht zu dieser Verzerrung, weil dieser jeweils ein anderer Wochentag ist. Der Prüfer fand in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 30.6.2016 dieses auch für die hier relevanten Beta-Faktoren bestätigt, weil man bei Verwen-





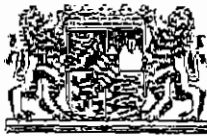
dung des jeweils ersten Montags eines Monats gegenüber allen anderen Kombinationen von Wochen und Wochentag zum zweitniedrigsten Beta-Faktor kommt. Dies deutet darauf hin, dass damit das Risiko nicht zutreffend wiedergegeben werden kann. Dabei kann insbesondere nicht davon ausgegangen werden, die Standardeinstellungen von Bloomberg seien der Grund für das Abstellen auf den letzten Börsentag – der Grund liegt vielmehr in dem Umstand der Verzerrung durch das Abstellen jeweils auf denselben Wochentag.

- (2) Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht erforderlich, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind.
- (a) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammen-



hang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

- (b) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin sowie der Abfindungsprüfer von \_\_\_\_\_ vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 26 FamFG in jedem Fall zu folgenen sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vor-



lage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsbereichs des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

- (c) Eine Vorlagepflicht kann auch nicht für die Planbilanzen bejaht werden. Aus ihrer Vorlage ist kein weiterer Erkenntnisgewinn für die Beteiligten sowie die Kammer zu erwarten. Da es vorliegend zu einer Modellierung im Rahmen des Bewertungsmodells in Bezug auf die Finanzverbindlichkeiten kann, lassen sich aus dem Planbilanzen keine weitergehenden Erkenntnisse ableiten.
- (d) Nicht vorgelegt werden müssen die einzelnen Leasingverträge, um die Darstellung in Tz. 188 des Bewertungsgutachtens samt der Überleitung der Planungsrechnung auf die für Bewertungszwecke modifizierte Ergebnisse nachzuvollziehen. Abgesehen davon würden mit einer Übermittlung Geschäftsgeheimnisse preisgegeben, weshalb insbesondere auch § 7 Abs. 7 Satz 1



SpruchG nicht zu einer Vorlageanordnung verpflichtet. Aus Details der Verträge können Rückschlüsse auf die Finanzierungslage der Gesellschaft gezogen werden. Eine Übermittlung dieser Information ausschließlich an die Kammer oder gar nur den Vorsitzenden ist nicht möglich, weil dieser Vorgehensweise grundlegende rechtsstaatliche Bedenken entgegenstehen. Die Antragsteller haben entsprechend dem in Art. 20 Abs. 3 GG verankerten Rechtsstaatsgrundsatz einen Anspruch darauf, dass nur solche Tatsachen zur Grundlage einer gerichtlichen Entscheidung gemacht werden, zu denen sie sich äußern konnten, ihnen also auch rechtliches Gehör im Sinne des Art. 103 Abs. 1 GG gewährt wurde (vgl. Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 76). Dies wäre dann nicht der Fall, wenn das Gericht Exklusiverkenntnisse erlangt, wobei es letztlich keinen Unterschied machen kann, ob diese zugunsten oder zulasten der Antragsteller verwertet würden. Vorliegend muss zudem berücksichtigt werden, dass die Aktionäre in dem Bewertungsgutachten von wie auch im Prüfungsbericht von eingehende Informationen zu den Grundstrukturen der Planung wie der Umrechnung erhielten.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung als € 3,13 je Aktie nicht rechtfertigen.
  - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs, nachdem der Ertragswert der Curanum AG über dem Wert der Marktkapitalisierung liegt.
    - (1) Der Ansatz eines Börsenkurses von € 3,03 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe der



Squeeze out-Absicht an die Kapitalmärkte am 14.7.2016 ist rechtlich zutreffend erfolgt und daher nicht zu beanstanden.

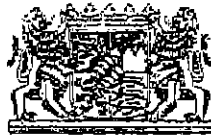
Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. = JZ 1999, 942, 944 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso



OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; nunmehr auch LG München I AG 2016, 95, 96; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 48 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) überzeugend davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

- (2) Da die Hauptversammlung am 19.12.2014 stattfand, also nur etwas mehr als fünf Monate nach der Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines Squeeze out an die Kapitalmärkte, kann auch nicht von einem längeren Zeitraum ausgegangen werden, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde. Ein Zeitraum von doch nicht unerheblich unter 7 ½ Monaten kann noch nicht als längerer Zeitraum angesehen werden (vgl. hierzu BGH NJW 2010, 2667, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Es liegt in der Natur der Sache der Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses, dass sich diese über einen Zeitraum von mehreren Monaten erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Curanum AG zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der die Struktur der Curanum AG, bei der eine Vielzahl von Einrichtungen eigenständige von den



Prüfern zu beachtende Planungen erstellte, berücksichtigen muss. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 1/2 Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866, 867 f. = ZIP 2014, 1784, 1786; Wasmann ZGR 2011, 83, 94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.). Soweit in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

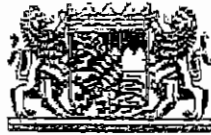
- (3) Über die Umsätze von „Dark Pools“ kann eine höhere Barabfindung nicht begründet werden. Derartige Umsätze, die nur über private Handelsplattformen getätigt werden, sind nicht geeignet, eine sachgerechte Abbildung des Werts der Gesellschaft darzustellen. Es ist nicht erkennbar, dass es bei diesen Plattformen einen informationseffizienten Kapitalmarkt gebe, der zur Grundlage der Ermittlung des Wertes der Gesellschaft als Basis für eine Unternehmensbewertung gemacht werden könnte. Ein ausdifferenziertes Informationssystem muss aber als zwingendes Erfordernis angesehen werden, um Börsenkurse heranzuziehen.



- (4) Der Börsenkurs von € 3,03, der stets nur als Mindestwert einer angemessenen Barabfindung anzusehen ist, kann allerdings nicht zugrunde gelegt werden, weil die über den Ertragswert ermittelte Barabfindung aus den oben genannten Gründen über dem Börsenwert liegt und die Grundsätze einer Bagatellgrenze vorliegend keine Anwendung finden können.

Zwar muss im Ausgangspunkt davon ausgegangen werden, dass ein sich innerhalb gewisser Bandbreiten bewegendes Ertragswert als angemessen anzusehen ist, weil es nicht möglich ist, einen mathematisch exakten oder „baren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, nachdem dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht nur geschätzt werden kann und folglich eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 205, 210 f.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Die Grenze, innerhalb derer diese Werte noch als angemessen angesehen werden müssen, wird von der Kammer regelmäßig bei 5 % gezogen (vgl. LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; in diese Richtung auch OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376). Der Erhöhung der angemessenen Barabfindung auf € 3,13 kann nicht entgegengehalten werden, im Vergleich zu dem im Beschluss der Hauptversammlung festgesetzten Abfindungsbetrag von € 3,03 komme es lediglich zu einer Erhöhung um etwa 3,3 %. Ausgangspunkt für die maßgebende Vergleichsrechnung muss nämlich der nach gleichen Methoden ermittelte Ertragswert sein, der nach dem Bewertungsgutachten von            und dem Prüfungsbericht unter Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern bei € 2,70 lag. Der zur Überzeugung der Kammer anzusetzende Ertragswert von €





3,13 liegt indes um etwa 15,93 % höher als der ursprünglich errechnete Wert. Den Börsenkurs, der entsprechend der soeben gemachten Ausführungen als Mindestwert zu verstehen ist, liegt folglich unter dem anzusetzenden Ertragswert, dessen ursprüngliche Ermittlung von der Kammer als nicht mehr angemessen eingestuft wird. Die Tatsache, dass auf die Relation der Ertragswerte bei dem Ansatz der Bagatellgrenze abzustellen ist, entspricht auch dem sonst zu beachtenden Grundsatz der Methodengleichheit (vgl. hierzu BayObLG BB 2003, 275, 279; OLG München AG 2007, 701, 705; OLG Karlsruhe NZG 2006, 670, 671 = AG 2006, 463, 464). Da der anzusetzende Ertragswert über dem Börsenkurs liegt, kann dieser folglich hier keine Rolle spielen und auch nicht unter Berücksichtigung einer Bagatellgrenze bei der Erhöhung herangezogen werden.

- b. Eine höhere Barabfindung lässt sich auch nicht aus außerbörslich gezahlten Vorerwerbspreisen ableiten, weil diese für die Ermittlung der Barabfindung ohne Bedeutung sind. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien zie-



hen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmengquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Vetter AG 1999, 569, 572). Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen.

- c. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser



Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle; BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = ZNG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577 = Der Konzern 2007, 524, 525; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 a Rdn. 7). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

d. Auch der Liquidationswert bietet keine Grundlage für die Erhöhung der Barabfindung über einen Betrag von € 3,13 je Aktie hinaus.

(1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 780 f.). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 781), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertunter-



grenze anzusehen, wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I, Beschluss vom 31.10.2007, 5HK O 16022/07; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

- (2) Die Planung geht für die Detailplanungsphase ebenso wie im Terminal Value stets von nicht unerheblichen Jahresüberschüssen aus. Dann aber bestand keinerlei Notwendigkeit, das Unternehmen zu liquidieren; vielmehr war ersichtlich die Fortführung des Unternehmens geplant. Dies aber bedeutet, dass bei Zugrundelegung eines höheren Liquidationserlöses die Antragsteller einen Wert erhielten, auf dessen Realisierung sie ohne die aktienrechtliche Strukturmaßnahme wie hier den Squeeze out keinerlei Aussicht gehabt hätten.

3. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.
- a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 13.2.2015 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung ab dem 14.2.2015 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfen-



de gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

- b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

### III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n. F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit



teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Auch wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung von ca. 3,3 % kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich auf € 0,10 je Aktie. Bei insgesamt 2.492.839 ausstehenden Aktien errechnet sich aus der Multiplikation dieser beiden Zahlen ein Geschäftswert von € 249.283,90. Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des gemeinsamen Vertreters.



### **Rechtsbehelfsbelehrung:**

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.