

Aktenzeichen:  
31 O 26/13 KfH SpruchG



Landgericht Stuttgart

## **Beschluss**

In dem Rechtsstreit

wegen Festsetzung einer angemessenen Barabfindung nach § 327 f AktG

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht                      den Handelsrichter                      und den Handelsrichter                      am 12.10.2015 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller zu 6                      , 7                      , 8                      , 12                      , 13                      , 28                      , 34                      , 40                      , 41                      und 43                      ) auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung werden als unzulässig verworfen.
2. Im Übrigen werden die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung mit der Maßgabe zurückgewiesen, dass die angemessene Barabfindung 61,50 € beträgt.
3. Die Antragsgegnerin trägt die Gerichtskosten. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.
4. Der Geschäftswert wird auf 200.000,00 € festgesetzt.

## Gründe:

### A

Die Antragsteller Ziff. 1 bis 43 und der Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre (44) verlangen die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung wegen ihres Ausschlusses als Minderheitsaktionäre der Grundstücks- und Baugesellschaft AG Heidenheim (GBH AG) durch Übernahme ihrer Aktien auf die Antragsgegnerin (Hauptaktionärin der GBH AG),

(§ 327 a Abs. 1 S.1 AktG).

Die GBH AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Sitz in Heidenheim. Sie wurde 1907 als gemeinnütziges Wohnungsunternehmen unter der Firma „Gemeinnützige Baugesellschaft Heidenheim AG“ gegründet mit dem Maschinenbauunternehmen Voith AG und der Stadt Heidenheim als Hauptaktionäre. Mit ihrer Gründung wurde das Ziel verfolgt, sozial-schwächere Einwohner und auswärtige Arbeitskräfte mit preiswertem Wohnraum zu versorgen. 1989 entfiel die Gemeinnützigkeit der GBH AG und damit die engen Bindungen des Geschäftskreises des Preisrechts und der Vermögensbildung. Die GBH AG erweiterte ihren Geschäftskreis unter marktwirtschaftlichen Bedingungen, wobei sie das Bild eines subventionierten Wohnungsunternehmens ablegte. Die Bewirtschaftung des vorhandenen Wohnungsbestandes blieb der Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit. 1995 firmierte die GBH AG um in „Grundstücks- und Baugesellschaft AG Heidenheim“ und ging am 11.10.1996 erstmals an die Stuttgarter Börse. In der Folgezeit wuchs ihr Grundkapital auf nunmehr jetzt 21,6 Mio. €. Nach Zukäufen weiterer Wohnungsunternehmen, u. a. eine Beteiligung an der Baugesellschaft Frankenthal Pfalz GmbH(BFG) wurde die GBH AG ab 2002 zur Holding. Ab Januar 2007 wurde sie wieder als Immobilienbestandsgesellschaft tätig.

Die GBH AG hält unmittelbar oder mittelbar Beteiligungen an acht inländischen Gesellschaften (GBH-Gruppe) mit folgenden Beteiligungsgesellschaften: HWG Heidenheimer Wohnungsgesellschaft GmbH, Baugesellschaft Frankenthal (Pfalz GmbH), Wohnungsverein Ulm GmbH, Bocholter Wohnungsbaugesellschaft mbH, Entwicklungsgesellschaft Schloßberg GmbH & Co. KG und GBH Service GmbH.

Die Geschäftstätigkeit der GBH AG und ihrer Tochtergesellschaften erstreckt sich auf die Bewirtschaftung, den Bau und die Verkaufstätigkeit und Dienstleistungen im Bereich des Baus und der Bewirtschaftung von Wohnungen und sonstigen Gebäuden. Der Wohnungsbestand der

GBH-Gruppe entfällt hauptsächlich auf die GBH AG selbst, die HWG Heidenheimer Wohnungsgesellschaft mbH, die Baugesellschaft Frankenthal, die Bocholter Wohnungsbaugesellschaft und den Wohnungsverein Ulm. Das Segment Dienstleistungen (Garten - Landschaftspflege und Ingenieurleistungen) wurde hauptsächlich von der Grün in Form Grünpflege GmbH, Giengen, und Gebäudetechnik Industrie-Planung und Projektmanagement GmbH, Heidenheim, betrieben. Die Beteiligungen an diesen beiden Gesellschaften wurde vor dem Stichtag (09.10.2007, Beschluss der Hauptversammlung der GBH AG) veräußert.

Das Grundkapital der GBH AG in Höhe von 21,6 Mio. € ist eingeteilt in 7.200.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Diese sind zum Handel im geregelten Markt an der Börse Stuttgart und im Freiverkehr an den Börsen Frankfurt, Berlin-Bremen und Hamburg zugelassen. Sie werden zudem über die Plattform XETRA gehandelt.

Die Antragsgegnerin hält 7.046.052 Aktien (97,86 % des Grundkapitals der GBH AG). Die übrigen Aktien befinden sich im Streubesitz.

Die Antragsgegnerin ist eine GmbH mit einem Stammkapital von 25.000,00 €. Ihre Geschäftstätigkeit besteht ausschließlich in der Funktion einer Holding, d. h. dem Halten und Verwalten ihrer Beteiligung an der GBH AG. Alleiniger Gesellschafter der Antragsgegnerin ist eine Gesellschaft Luxemburgischen Rechts mit Sitz in Luxemburg. Die Gesellschaft ist unmittelbar oder mittelbar an verschiedenen Immobiliengesellschaften in Deutschland beteiligt. Die Tätigkeit der Gesellschaft besteht im Erwerb, im Halten sowie in der Verwaltung von geographisch diversifizierten Portfolios mit Wohnungsimmobilien in Deutschland. Hierzu gehören zum 30.06.2007 ca. 167.000 Wohnungen.

In einer ad-hoc Mitteilung vom 04.07.2007 teilte die Antragsgegnerin mit, dass ihr nunmehr 95 % des Grundkapitals der GBH AG gehörten und sie hiermit an den Vorstand der GBH AG das Verlangen richtete, dass die Hauptversammlung der GBH AG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschliesse. Im Auftrag der Antragsgegnerin ermittelte der Gutachter in einer gutachterlichen Stellungnahme vom 22.08.2008 den Wert des Unternehmens der Antragsgegnerin zum 10.10.2007 mit 345.984.000,00 €, mithin je Aktie 48,05 €. Da der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs der Gesellschaft im Dreimonatszeitraum vor Mitteilung der Strukturmaßnahme (04.04.2007 bis 03.07.2007) 58,50 € betrug, ermittelte der Bewertungsgutachter eine angemessene Barabfindung in dieser Höhe.

Am 24.08.2007 erstattete die ein Prüfgutachten aufgrund eines Beschlusses des Landgerichts Stuttgart vom 09.07.2007. Das Prüfgutachten bestätigte den Bewertungsgutachter.

In der Hauptversammlung der GBH AG vom 09.10.2007 wurde die Übernahme der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin gegen eine Barabfindung von 58,50 € beschlossen. Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 20.03.2008 ins Handelsregister Ulm der GBH AG eingetragen mit Bekanntmachung vom 25.03.2008.

Gegen den Übertragungsbeschluss vom 09.10.2007 erhoben Minderheitsaktionäre Anfechtungs- und Nichtigkeitsklage beim Landgericht Stuttgart (36 O 140/07 KfH). Im Gegenzug leitete die GBH AG ein Freigabeverfahren beim Landgericht Stuttgart (36 O 163/07 KfH) ein. Diese Verfahren wurden durch gerichtlichen Vergleich vom 17.03.2008 beendet. Die Antragsgegnerin trat den Verfahren auf Seiten der GBH AG zum Zweck des Vergleichsabschlusses bei. Im Vergleich verpflichtete sich die Antragsgegnerin, allen Minderheitsaktionären über die in der Hauptversammlung beschlossene Barabfindung von 58,50 € je Stückaktie der GBH AG hinaus eine zusätzliche Barabfindung in Höhe von 3,00 € je Stückaktie der GBH AG zu zahlen, mithin 61,50 € je Aktie. Im Vergleich wurde klargestellt, dass die zusätzliche Barabfindung als Vorauszahlung auf einen gerichtlichen Erhöhungsbetrag gilt, wenn in einem Spruchverfahren eine höhere Barabfindung als die in der Hauptversammlung beschlossene Barabfindung von 58,50 € je Stückaktie festgesetzt wird oder die Parteien zur Beendigung eines Spruchverfahrens eine höhere Barabfindung vereinbaren. Der Vergleich wurde im elektronischen Bundesanzeiger und zwei überregionalen Börsenpflichtblättern und auf der Homepage der GBH AG veröffentlicht. Der Betrag von 61,50 € je Stückaktie wurde an alle Aktionäre ausbezahlt, die zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister Aktionäre der GBH AG waren.

Ab dem 09.04.2008 haben 43 Antragsteller Anträge auf Festsetzung einer angemessenen höheren Barabfindung auch als 61,50 € im Vergleich beim Landgericht Stuttgart eingereicht. Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre tragen zur Begründung ihrer Anträge zusammengefasst folgendes vor:

Das Bewertungsgutachten und der Prüfbericht seien nicht nachvollziehbar, unvollständig und unbrauchbar. Bereits die Ertragswertmethode sei bei Immobiliengesellschaften die falsche Bewertungsmethode. Auch habe die Ermittlung eines Liquidations- und Substanzwertes gefehlt. Die Vergangenheitsanalyse sei nicht nachvollziehbar. Die Altplanung der GBH AG sei Anfang 2007

von der Antragsgegnerin unter einer neuen Führung im Interesse des Konzernherrn und zum Nachteil der Minderheitsaktionäre ausgetauscht worden. Hierbei habe sich der neue Vorstand der Gesellschaft ausschließlich vom Interesse der Antragsgegnerin leiten lassen. Der Detailplanungszeitraum von 10 Jahren (2007 bis 2016) sei zu lang. Dort sei eine zu pessimistische Umsatzplanung enthalten, die ein Absinken der Umsätze bis zur Phase II (ewige Rente) ab 2007 vorsehe. Ebenso sei ein Absinken der geplanten Veräußerungserlöse ab 2008 nicht nachvollziehbar. Die Instandhaltungsaufwendungen sowie die Verwaltungsaufwendungen seien zu hoch geplant. Insbesondere sei das Mieterhöhungspotential zu niedrig eingeschätzt worden, und der Wert der Beteiligungen sei nicht plausibel dargelegt. In der ewigen Rente (Phase II ab 2017) seien rückläufige Jahresüberschüsse nicht nachvollziehbar, ebenso wenig wie das EBIT. Unklar sei, ob weitere Sonderwerte bestünden durch Auflösung von Rücklagen. Auch seien Synergieeffekte und der Markenwert nicht bei der Bewertung beachtet worden. Die Darlegung weiteren nicht betriebsnotwendigen Vermögens fehle ebenso.

Insbesondere rügen einige Antragsteller und der Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre, dass bei der Unternehmensbewertung das sog. steuerrechtliche EK 02 in Höhe von 375.188.000,00 € (Differenz der Summe der Teilwerte der Immobilien der GBH AG und der Buchwerte dieser Immobilien zum 01.01.1990 im Zusammenhang mit dem Wegfall der Gemeinnützigkeit der Gesellschaft) nicht berücksichtigt worden sei. Dieses EK 02 könne zudem ab 2019 steuerfrei ausgeschüttet werden. Insoweit seien Sonderwerte zu bilden gewesen, und die Gutachter hätten die Wirkungen des EK 02 auf einen Liquidationswert zu überprüfen gehabt.

Ferner rügen die Antragsteller bei der Bewertung des Kapitalisierungszinssatzes die angesetzten Werte für Basiszins, Risikozuschlag, Betafaktor und Wachstumsabschlag als unzutreffend. Ebenso sei bei der Ermittlung des Börsenkurses zum Nachteil der Antragsteller ein falscher Referenzzeitraum zugrunde gelegt worden. Zudem sei die festzulegende höhere Barabfindung auch für den langen Zeitraum zwischen Hauptversammlungsbeschluss und Handelsregistereintragung zu verzinsen.

Die Antragsgegnerin rügt die Unzulässigkeit einiger Anträge wegen Nichtdarlegung der Antragsberechtigung, des fehlenden korrekten Nachweises der Antragsberechtigung bezogen auf den Tag der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre ins Handelsregister der Gesellschaft am 20.03.2008, fehlender bzw. unzureichender Antragsbegründungen sowie Verfristung der Anträge.

Im Übrigen verteidigt die Antragsgegnerin den ermittelten Barabfindungsbetrag, wobei nicht auf die 58,50 € abzustellen sei, sondern auf den von der Antragsgegnerin inzwischen an alle Aktionäre gezahlten erhöhten Vergleichswert von 61,50 €. Außerdem seien den Bewertungen korrekte Bewertungsmethoden zugrunde gelegt worden. Die Vergangenheitswerte seien ordnungsgemäß bereinigt worden. Die ohnehin von dem Gericht nur eingeschränkt überprüfbare Planung der Gesellschaft in einem hinsichtlich der Länge nicht zu beanstandenden Detailplanungszeitraum von 10 Jahren sei im Verhältnis zu der sog. Altplanung für die Antragsteller wesentlich günstiger ausgefallen. Keinesfalls liege eine zu pessimistische Umsatzplanung vor, und das Mieterhöhungspotential sei angemessen in der Planung berücksichtigt worden. Die sog. Thesaurierungsansätze in der Detailplanungsphase und der ewigen Rente entsprechen den anerkannten Regeln der Unternehmensbewertung. Der Markenwert sei bei der Planung bereits beachtet worden. Auch der Wert der Beteiligungen sei korrekt angesetzt worden. Das sog. steuerliche EK 02 generiere keine Erhöhung des Unternehmenswerts.

Der Kapitalisierungszinssatz und seine Faktoren seien korrekt unter Zugrundelegung des anerkannten TAX-CAPM-Modells ermittelt worden. Gleiches gelte für den Börsenkurs. Ein Anspruch der Antragsteller auf Herausgabe weiterer Unterlagen bestehe nicht.

Im Übrigen wird auf den gesamten Vortrag aller Antragsteller, des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre und der Antragsgegnerin sowie allen vorgelegten Unterlagen Bezug genommen.

Die Verfahren wurden mit Beschluss des Landgerichts vom 17.11.2008 verbunden und zum Vertreter der nicht Antrag stellenden Aktionäre bestimmt.

Die sachverständigen Prüfer wurden vor der Kammer mündlich am 20.04.2010 angehört. Am 06.08.2010 wurden mit einem Beweisabschluss die gerichtlichen Sachverständigen

beauftragt mit der Erstattung eines Sachverständigengutachtens zu den Fragen, ob zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327 a Abs. 1 AktG das sog. EK 02 in Höhe von 375.188.000,00 € unternehmenswerterhöhend zu beachten sei, zur Klärung der Frage des Verhältnisses der Neuplanung des Vorstandes zur Altplanung und der Frage, ob der Unternehmensbewertung ein plausibles Mieterhöhungspotential der Immobilien der Gesellschaft zugrunde lag. Das gerichtliche Gutachten wurde am 19.10.2012 erstattet. Die gerichtlichen



am 29.04.2009) vorgelegt. Eine Heilung der Zulässigkeitsvoraussetzung erfolgte daher nicht.

Der Antragsteller (36) legte in seinem Antrag zwar substantiiert seine Antragsberechtigung dar, der vorgelegte urkundliche Beleg ergab jedoch nicht seine ununterbrochene Aktionärsstellung, d. h. auch zum 20.03.2008.

Der Antragsteller (40) behauptete seine Antragsberechtigung bezogen auf den Stichtag unsubstantiiert. Ein urkundlicher Beleg der Aktionärsstellung zum 20.03.2008 wurde innerhalb der Dreimonatsfrist nicht erbracht.

Der Antragsteller (41) behauptete seine Aktionärstellung unsubstantiiert. Der inhaltlich korrekte Beleg vom 09.07.2008 erfolgte außerhalb der Dreimonatsfrist. Eine Heilung der Zulässigkeitsvoraussetzung war nicht möglich.

Der Antrag des Antragstellers (43) war verfristet eingelegt worden am 30.06.2008, mithin nach Ablauf der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 1 S. 1 SpruchG am 25.06.2008.

## II.

Die Anträge der übrigen Antragsteller sind zulässig. Sie wurden ohne Ausnahme mit konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation hinreichend begründet (§ 4 Abs. 2 S. 2 Nr. 4 SpruchG, rechtzeitig innerhalb der Dreimonatsfrist des § 4 Abs. 1 SpruchG eingereicht und mit einer rechtzeitigen substantiierten Darlegung der Antragsberechtigung gemäß §§ 3 Abs. 1 Nr. 2, 4 Abs. 2 S. 2 Nr. 2 SpruchG versehen bzw. es folgte eine korrekte urkundliche Belegung der Antragsberechtigung nach.

## III.

Die zulässigen Anträge sind jedoch in der Sache nicht begründet. Das im Vergleich vor dem Landgericht Stuttgart vom 17.03.2008 um 3,00 € erhöhte Barabfindungsangebot auf 61,50 € je Aktie ist angemessen.

Die von den Antragstellern vorgebrachten Einwendungen rechtfertigen weder im Hinblick auf einen Börsenwert noch auf einen anteiligen Wert aus einer Fundamentalbewertung oder einem etwaigen Liquidationswert die Festsetzung einer höheren Barabfindung.

Die Barabfindung in Höhe des Vergleichsangebots der Antragsgegnerin im gerichtlichen Vergleich vom 17.03.2008 in Höhe von 61,50 € je Aktie entspricht dem vollen Wert des Unternehmens der GBH AG bei Berücksichtigung seiner künftigen Ertragsaussichten und bei Beachtung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen bezogen auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung (Stichtag) vom 09.10.2007 (§ 327 b Abs. 1 S. 1 AktG). Angemessen ist daher eine Barabfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung verschafft im Hinblick auf den Wert seiner Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen. Zu ermitteln ist der sog. Grenzpreis, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne Nachteile aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

Aufgrund der Darlegungen der Unternehmensbewertung von \_\_\_\_\_ vom 22.08.2007 in Verbindung mit dem Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung von \_\_\_\_\_ vom 24.08.2007 nebst der mündlichen ergänzenden Darlegungen der Wirtschaftsprüfer \_\_\_\_\_ bei ihrer Anhörung am 20.04.2010 vor der Kammer sowie dem schriftlichen Gerichtsgutachten der \_\_\_\_\_ vom 19.10.2012 nebst ergänzenden Anhörung der gerichtlichen Gutachter im Termin vom 28.04.2015 wurde der Wert des Unternehmens insbesondere auch unter Beachtung des Börsenkurses der GBH AG zum Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 09.10.2007 korrekt mit 442.800.000,00 € errechnet, mithin einem Barabfindungswert von 61,50 € je Aktie. Da diese vorgerichtlich angebotene Kompensation dem Wert des Unternehmens entsprach, sind die Anträge als unbegründet zurückzuweisen mit der Maßgabe, dass die Kompensation sich auf den im Vergleich festgesetzten Wert beläuft im Hinblick auf § 13 SpruchG (Drescher in: Spindler/Stilz, Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 11 Rn. 3 SpruchG).

Das Gericht hat in einem Spruchverfahren die Angemessenheit des Ausgleichs zu prüfen, der den Aktionären für die Beeinträchtigung ihrer Aktionärsstellung, hier den Verlust ihrer Beteiligung, gewährt wird. Die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung ist eine Rechtsfrage. Ein Ausgleich ist dann angemessen, wenn er eine volle Entschädigung für den Verlust der jeweiligen Rechtsposition bietet. Die Entschädigung muss deshalb dem „wirklichen“ oder „wahren“ Wert der Unternehmensbeteiligung an dem arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen Reserven entsprechen und so bemessen sein, dass die Aktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Investitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme (hier: 20.03.2008) erlangt hätten. Danach ist der Grenzwert maßgeblich, zu dem die Aktionäre aus der Gesellschaft ohne wirtschaftlichen Nachteil ausscheiden können.

Einen einzig richtigen Wert des Unternehmens gibt es jedoch hierbei nicht. Jede Bewertung eines Unternehmens und einer Beteiligung daran ist unabhängig von der gewählten Methode eine mit Unsicherheiten und Wertungen behaftete Schätzung. Angemessen sind danach Werte, die innerhalb einer Bewertungsbandbreite liegen. Das Gericht ist bei einem Spruchverfahren nur gehalten, Kompensationen außerhalb einer solchen Bandbreite angemessener Werte zu korrigieren.

Wegen des Fehlens eines einzig richtigen Unternehmenswertes/richtigen Anteilwerts hat das Gericht eine Schätzung des Unternehmenswerts/Anteilswerts gemäß § 287 Abs. 2 ZPO vorzunehmen. Hierbei hat das Gericht unter Würdigung aller Umstände nach freier Überzeugung zu entscheiden. Die hierfür stets erforderliche hinreichende Grundlage für eine Schätzung sind in einem Spruchverfahren alle Wertermittlungen, die in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen entsprechen. Hierbei ist es nicht Aufgabe des Gerichts, darüber zu befinden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelfallentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode die richtige ist, die es zudem nicht gibt. In der Wirtschaftswissenschaft umstrittene Fragen der Unternehmensbewertung hat das Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens nicht zu klären, noch hierzu auch nur einen Beitrag zu leisten. Die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion bei der Unternehmensbewertung ist nicht abgeschlossen, und Fragen der Bewertungsmethodik und methodischen Einzelfallfragen sind umstritten. Daher kann das Gericht auf alle Bewertungen zurückgreifen, die in der Wirtschaftswissenschaft auf anerkannt und in der Praxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden oder methodischen Einzelfallfragen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion kontrovers diskutiert werden. Gebräuchlich und anerkannt ist eine Auffassung dann, wenn sie in der Praxis der Wirtschaftswissenschaft bei der Unternehmensbewertung nicht nur vereinzelt angewandt wird und diese Anwendung in der Fachliteratur zumindest als vertretbar angesehen wird. Dies gilt insbesondere für den vom Institut für Wirtschaftsprüfer (IDW) herausgegebenen Standard zur Durchführung von Unternehmensbewertungen (IDW S 1, hier vom 18.10.2005) und sonstige Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB).

Vorliegend lag der Unternehmensbewertung die Anwendung derzeit in der Betriebswirtschaftslehre anerkannter und gebräuchlicher Bewertungsmethoden zugrunde. Dies gilt insbesondere für die sog. Ertragswertmethode, nach der das Bewertungsgutachten und der Bericht der sachverständigen Prüfer den Unternehmenswert ermittelt haben. Bei der Ertragswertmethode wird der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens ergänzt durch eine besondere Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens

ermittelt, das regelmäßig mit dem Liquidationswert anzusetzen ist. Der Ertragswert eines Unternehmens ist danach der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolg abgeleitet werden und gewonnen wird. Bei der Bewertung des Unternehmens kann aber, wie bereits ausgeführt, kein mathematisch exakter oder wahrer Wert zum Stichtag festgestellt werden. Vielmehr handelt es sich bei den in die Zukunft gerichteten Planrechnungen des Unternehmens um Zukunftsprognosen, die zwangsläufig unsicher sind. Deshalb sind bei der Erstellung von Planungsrechnungen regelmäßig zum Teil erhebliche Spielräume gegeben, die zu Bandbreiten möglicher Planungsansätze führen. Aussagen über unternehmerische Planungsrechnungen können daher nicht in die Kategorie richtig oder falsch eingeordnet werden, sondern nur in die Kategorie plausibel oder nicht plausibel. Plausibel ist eine Planungsrechnung dann, wenn sie ein in sich schlüssiges, widerspruchsfreies Rechenwerk darstellt und die zugrunde gelegten Planungsprämissen innerhalb einer angemessenen Bandbreite liegen.

Ausgangspunkt für die Ermittlung des Ertragswerts der GBH AG sind daher die vom Unternehmen erarbeitete Planung und die darauf aufbauende Prognose seiner Zukunftserträge, die vom Gericht jedoch nur eingeschränkt überprüfbar sind. Die in die Zukunft gerichtete Planung ist nämlich in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen (Vorstand gemäß § 76 Abs. 1 AktG). Diese Entscheidung muss auf zutreffenden Informationen beruhen und ist auf realistischen Annahmen aufzubauen. Sie darf zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann jedoch die Geschäftsführung bei einer solchen Grundlage vernünftiger Weise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese nicht durch andere, letztlich ebenfalls nur vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden.

Vorliegend ist die Kammer aufgrund des schriftlichen Prüfberichts und der ergänzenden mündlichen Anhörungen der sachverständigen Prüfer davon überzeugt, dass diese sorgfältig und kritisch die Planansätze aus der Unternehmensplanung und die Bewertungsabschnitte der Bewertungsgutachter untersucht, geprüft und nachvollzogen haben. Zudem haben die gerichtlichen Sachverständigen überzeugend und nachvollziehbar die Beweisfragen zur Berücksichtigung des steuerlichen EK 02 bei der Unternehmenswertung, den Vergleich der Neu- und der Altplanung der Vorstände der Gesellschaft sowie die Darlegungen zur Plausibilität eines Mieterhöhungspotentials sowohl schriftlich als auch mündlich bei ihrer Erläuterung beantwortet.

Es besteht deshalb kein Anlass, nach § 7 Abs. 7 SpruchG die Vorlage von Unterlagen - wie etwa Planungsrechnungen oder Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfer anzuordnen, denn es fehlt angesichts der Behandlung der Planung im Bewertungsgutachten, im Prüfbericht, in den ergänzenden Erläuterungen in der mündlichen Verhandlung sowie den schriftlichen und mündlichen Darlegungen der Gerichtsgutachter an der Entscheidungserheblichkeit weiterer Informationen.

Im Einzelnen ist zu den Einwendungen der Antragsteller, die den Streitgegenstand des Spruchverfahrens bestimmten, folgendes auszuführen:

1. Fehlerhafte Vergangenheitsanalyse:

Einwendungen der Antragsteller gegen die Korrektheit der Vergangenheitsanalyse und deren Tragfähigkeit für die Zukunftsplanung greifen nicht Platz. Die Vergangenheitsanalyse ist Ausgangspunkt für jede Prognose der Zukunftserfolge. Um eine tragfähige Grundlage für die Zukunftsprognose herzustellen, ist bei einer Vergangenheitsanalyse stets erforderlich, besondere lediglich in der Vergangenheit liegende Einmaleffekte oder periodenfremde Effekte zu eliminieren. Vorliegend hat der Bewertungsgutachter in nicht zu beanstandender und nachvollziehbarer Weise dargelegt (Seite 21 ff.), dass Ausgangspunkt der Vergangenheitsanalyse die geprüften Konzernabschlüsse der GBH AG zum 31.12.2004 bis 31.12.2006 waren. Hierbei wurden Ergebnisbeiträge aus bereits zum Stichtag verkaufter Unternehmensbeteiligungen oder noch zu verkaufender Beteiligungen eliminiert ebenso wie Umsätze, Erträge und Aufwendungen aus einem nicht mehr fortgeführten Geschäftsfeld „eigener Bautätigkeit“. Gleiches gilt für Erträge 2005 aus der Veräußerung eines größeren Paketverkaufs von Immobilienbeständen in Bocholt sowie für 2007 von einmaligen Effekten auf Umsatzerlöse und Aufwendungen wegen bezogener Lieferungen und Leistungen, die aus der Umstellung des Ausweises der Betriebskostenabrechnungen resultierten. Vom sachverständigen Prüfer ebenso bewertet hat der Bewertungsgutachter im Folgenden (Seite 22 bis 23 und 24) im Einzelnen detailliert eine Übersicht über die Entwicklung der Ertragslage der operativen GBH-Gruppe auf Ebene des EBIT für die genannten drei Jahre nach erfolgten Bereinigungen dargelegt. Da insoweit zu dieser Auswirkung der Bereinigung substantiierte Darlegungen der Antragsteller fehlen, erübrigen sich weitere gerichtliche Ausführungen. Weitere Einwendungen des Antragstellers sind unbeachtlich, da dessen Antrag bereits unzulässig ist.

## 2. Unternehmensplanung:

Die Detailplanungsphase I umfasst zehn Jahre von 2007 bis 2016. Ab 2017 beginnt die ewige Rente (Planungsphase II).

Die Anhörung der sachverständigen Prüfer sowie das gerichtliche Gutachten und die Anhörung der Gerichtsgutachter ergaben keine Anhaltspunkte, dass zum Nachteil der Antragsteller zu pessimistische Planannahmen der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt worden sind.

- a) Der Einwand (insbesondere der Antragstellerin 1), zwecks Benachteiligung der Minderheitsaktionäre sei 2007 der ehemalige Vorstand und Aufsichtsrat der GBH AG gegen eine neue Führung ausgetauscht worden, die im Interesse des Konzernherrn eine neue Planung erstellt habe, insbesondere unter Eliminierung des Geschäftsfelds „eigene Bautätigkeit“. Auch sei in der Altplanung noch von einer nachhaltigen Steigerung der Hausbewirtschaftungsbeiträge ausgegangen worden, wovon in der neuen Planung nicht mehr die Rede sei. Die Antragstellerin 1 sieht in der Unterwerfung der Anteilseigner unter eine von einem neuen Konzernherrn geänderte Unternehmensplanung einen Eingriff in Art. 14 GG.

Diese Einwendungen tragen nicht.

Ein Vergleich der Altplanung mit der Neuplanung ergab nach den überzeugenden Ausführungen des gerichtlichen Gutachters, dass die Neuplanung deutlich ambitionierter ist als die Altplanung und einen höheren Unternehmenswert zugunsten der Minderheitsaktionäre ergab (schriftliches Gutachten vom 19.10.2012, Seite 24). Der gerichtliche Sachverständige hatte hierbei für seine Bewertung ausreichende Unterlagen (konsolidierte Altplanung des Altvorstandes, konsolidierte Neuplanung des Neuvorstandes). Nach Neutralisierung von Planungseinflüssen, die lediglich in der Altplanung enthalten waren, wurde erkennbar, dass die Neuplanung unter Zugrundelegung der noch verbliebenen Geschäftsbereiche von deutlich höheren EBIT-Werten im Zeitablauf ausging. Bezogen auf die Jahre 2007 und 2008 lagen die EBIT-Werte der Neuplanung kumuliert um ca. 15,5 Mio. über den Werten der Altplanung. Eine Hochrechnung auf den Restplanungszeitraum 2009 bis 2016 ergebe bezogen auf die Neuplanung einen EBIT-Wert von + 59,8 Mio. € im Verhältnis zur Alt-

planung. Diese Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen decken sich mit den Angaben des Bewertungsgutachters (Seite 25 ff.). Dort ist vermerkt, dass aus Sicht des neuen Vorstandes sich die Altplanung nicht mehr mit den Strategien bzw. Planungen der neuen Organe der Gesellschaft deckt und hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung der Ertragslage (die Altplanung) einen zu konservativen Ansatz darstellt.

Auch der Einwand „der Rechtlosstellung“ der Minderheitsaktionäre durch Neuplanungen eines Konzernherrn nebst Verstoß gegen Art. 14 GG trägt nicht. Bei einem faktischen Konzern (Fehlen eines Beherrschungsvertrages gegenüber der GBH AG als eventuell beherrschtes Unternehmen) besteht zwar wegen des Abhängigkeitsverhältnisses gemäß § 17 AktG grundsätzlich die Möglichkeit der beherrschenden Einflussnahme in Verbindung mit der Gefahr, dass das herrschende Unternehmen sein Einwirkungspotential nutzt, um eigene Belange zum Nachteil der Gesellschaft und damit auch der Minderheitsaktionäre zu verfolgen. Die Vorschriften der §§ 311 bis 318 AktG dienen deshalb nicht nur dem Schutz der abhängigen Gesellschaft und ihrer Gläubiger, sondern auch demjenigen der außenstehenden Aktionäre (vorliegend: Antragssteller). Diese Vorschriften (Erstellung eines Abhängigkeitsberichts des Vorstandes der abhängigen Gesellschaft gemäß § 312 AktG, der Prüfung des Abhängigkeitsberichts durch den Abschlussprüfer § 313 AktG, der Prüfung des Abhängigkeitsberichts und des Prüfberichts der Abschlussprüfer durch den Aufsichtsrat des abhängigen Unternehmens, § 314 AktG und das Recht der Aktionäre auf gerichtliche Bestellung eines Sonderprüfers gemäß § 315 AktG) dienen der Überprüfung der Einhaltung der Grundnorm des § 311 Abs. 1 AktG, wonach das herrschende Unternehmen seinen Einfluss nicht zur Vornahme nachteiliger Rechtsgeschäfte ohne Nachteilsausgleich nutzen darf. Diese Schutzvorschriften auch zugunsten der Anteilseigner stellen eine zulässige Begrenzung der Eigentumsgarantie gemäß Art. 14 Abs. 3 GG dar. Anteilseigner sind deshalb grundsätzlich der Planung und der Leitung des Vorstandes des Unternehmens unterworfen. Im Falle eines faktischen Konzerns bestehen zu ihren Gunsten die oben genannten „Schutznormen“.

Konkrete Anhaltspunkte dafür, dass vorliegend als herrschendes Unternehmen gegen den Grundsatz des § 311 Abs. 1 AktG verstoßen haben könnte, wobei dieser Verdacht eines Verstoßes auf einem fehlerhaften Bericht des Vorstandes (§ 312 AktG), dessen fehlerhafter Planung durch den Abschlussprüfer (§ 313

AktG) und diese wiederum auf einer fehlerhaften bzw. fehlenden Prüfung des Aufsichtsrats bezüglich Bericht und Prüfbericht (§ 314 AktG) beruhte, wobei der Bewertungsgutachter dies alles nicht bemerkt und deshalb keinen Anlass zur eigenen Prüfung gesehen habe, haben die Antragsteller nicht substantiiert dargelegt. Deshalb steht für das Gericht fest, dass die Antragsteller bloße, durch keine Tatsachen unterlegte Vermutungen eines Verstoßes des Konzernherrn gegen § 311 Abs. 1 AktG vorgetragen haben. Letztlich wurde die bloße abstrakte Möglichkeit einer Beeinflussung bei einem faktischen Konzernverhältnis dargelegt, der gerade die gesetzlichen Kautelen der §§ 311 AktG entgegen wirken sollen. Dies haben die Antragsteller bei Einleitung des Spruchverfahrens wohl auch so gesehen, denn sie haben keine Sonderprüfung gemäß § 315 AktG angestrengt.

Auch der Einwand zu pessimistischer Umsatzplanung besteht nicht. Die EBIT-Entwicklung für die Jahre 2007 bis 2016 (Detailplanungsphase) weist nach den Darlegungen des Bewertungsgutachters (Seite 26) eine Steigerung von 14,102 Mio. € auf 19,015 Mio. € aus. Dies zeigt über den zehnjährigen Zeitraum der Detailplanungsphase eine Steigerung um ca. 35 % auf. Damit ist der Einwand einer zu pessimistischen Planungsrechnung und damit einer zu pessimistischen Umsatzentwicklung widerlegt. Dies zeigt zudem die tatsächliche Entwicklung, die im Jahr 2007 hinter dem Planwert zurückblieb (35,6 Mio. € statt 36,3 Mio. € laut Plan). Zu Recht wies die Antragsgegnerin darauf hin, dass die Umsatzplanung auch von gegenläufigen Entwicklungen geprägt ist: Zum einen führen Mieterhöhungen sowie ein Rückgang des Leerstandes zu Umsatzwachstum, während andererseits aus der insbesondere in den Jahren 2008 und 2009, aber auch in den weiteren Planjahren unterstellten Veräußerung von Teilen des vermieteten Immobilienbestandes ein Rückgang des Vermietungspotentials und damit entsprechend auch der Umsätze resultiert.

Ebenso wenig sind in der Planung zu niedrige Mieterhöhungspotentiale enthalten. Nachvollziehbar und plausibel hat der Bewertungsgutachter (Seite 27) ausgeführt, dass die Mieten zum Teil durch allgemeine Mietniveausteigerungen, zum Teil aber auch durch individuelle Anpassungen von vereinbarten niedrigeren Mieten an Marktmieten über dem Planungszeitraum jährlich mit Steigerungsraten von 1,5 bis 1,7 % erhöht werden können. Daneben resultiert zusätzliches Umsatzpotential aus einer für 2007 geplanten Modernisierungsmaßnahme, die insgesamt ein Investitionsvolumen von 10,2 Mio. € beinhaltet und zur Folge hat, dass Leerstände reduziert und

auch erzielbare Marktmieten gesteigert werden können.

Der gerichtliche Sachverständige führte in seinem schriftlichen Gutachten zudem zur Frage der Plausibilität des Mieterhöhungspotentials aus, dass im Rahmen des Vergleichs der Neu- mit der Altplanung die GBH AG bei der Neuplanung bei gleichem Immobilienbestand einen geplanten Mehrumsatz in 2007 (inkl. der Leerstandsquote) von rund 3,2 Mio. € eingeplant hatte. Nach den Darlegungen des Sachverständigen ist dieser Mehrumsatz im Wesentlichen auf eine Anhebung des Sollumsatzes zurückzuführen und nicht auf eine Änderung der Leerstandsquote. Nach absoluten Zahlen betrachtet weist die Neuplanung für das Jahr 2007 verglichen mit den bereinigten Ist-Zahlen des Jahres 2006 eine Umsatzsteigerung von 4,7 % auf. Nach alledem sind nach dem gerichtlichen Sachverständigen die planerisch vorgenommenen Erhöhungen des Mietpotentials in der Detailplanungsphase von kumuliert ca. 18,3 % als plausibel zu bewerten. Eine weitere sog. Sensitivitätsanalyse des Sachverständigen ergab, dass der danach überschlägig ermittelte Abfindungswert (vgl. Prämissen auf Seite 31 des gerichtlichen Gutachtens) von rund 56,00 € je Aktie dieser Wert noch 5,50 € unter dem Abfindungswert von 61,50 € je Aktie liegt. Hierbei führte der Sachverständige aber aus, dass dieser Sensitivitätsanalyse wirtschaftlich nicht begründbare Annahmen zugunsten der Antragsteller zugrunde gelegt worden seien.

Auch Rügen bezüglich zu hoher Erhöhung von Instandhaltungsaufwendungen greifen nicht.

Der Vorwurf, in den Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen in den Planjahren seien anders als in den Ist-Jahren 2004 und 2006 keine sonstigen Steuern enthalten, hat die Antragsgegnerin widerlegt mit dem Vortrag, dass in 2007 unter dieser Position sonstige Steuern in Höhe von 768.000,00 € unterstellt und entsprechend dem geplanten Abbau des Immobilienbestandes über die weiteren Planjahre bis auf einen Ansatz von 605.000,00 € im letzten Detailplanungsjahr fortgeschrieben wurden. In der Bewertung seien die sonstigen Steuern somit über den gesamten Zeitraum 2004 bis 2006 den Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen und somit dem Rohertrag zugeordnet worden, um hierdurch die wirtschaftliche Aussagekraft der Vergangenheits- und Planungsanalyse zu verbes-

sern unter Hinweis auf Seite 22 des Bewertungsgutachtens.

Auch sind nicht nur zum Nachteil der Antragsteller in der Planung Instandhaltungsaufwendungen von ca. 11 Mio. € vorgesehen worden. So weist die Antragsgegnerin zu Recht darauf hin, dass bis Ende 2008 bereits Maßnahmen, die über die laufende Instandhaltung hinaus gehen, in Höhe von 6,72 Mio. € durchgeführt worden seien. Diese spiegeln die Erforderlichkeit erheblicher Sanierungen wieder. Zudem werde im Anhang des Jahresabschlusses der Gesellschaft für 2006 explizit darauf hingewiesen, dass neben den durchschnittlichen Instandhaltungskosten zwischen 6,50 € bis 11,00 € pro qm auch der Instandhaltungstau, der die kurzfristig zwingend erforderlichen Instandhaltungen umfasst, absolut vom Ertragswert abgesetzt wurde.

Auch erhöhte Verwaltungsaufwendungen zum Nachteil der Minderheitsaktionäre sind nicht ersichtlich. Hierbei wird nicht beachtet, dass die für die Bewertung des Sachanlagevermögens herangezogenen Verwaltungskosten nur die direkt den einzelnen Objekten zuordenbaren Kosten für die Hausbewirtschaftung enthalten, während in der Unternehmensplanung neben diesen Kosten auch darüber hinaus gehende administrative Aufwendungen wie beispielsweise für Geschäftsführung, Controlling und Rechnungswesen zu berücksichtigen sind, worauf der Bewertungsgutachter auf Seite 28 letzter Absatz zu Recht hinweist.

Der Einwand einer zu lange Detailplanungsphase von 10 Jahren ist nach Überzeugung der Kammer ebenfalls nicht stichhaltig. Zwar sind in der Regel kürzere Detailplanungszeiträume (ca. fünf Jahre) üblich. Die Prüfungsgutachter führten jedoch bei der mündlichen Anhörung am 20.04.2012 aus, dass grundsätzlich die Länge der Detailplanungsphase keine entscheidende Rolle spielt. Ist nach Ansicht der Prüfer die Phase zu kurz, erweitern sie den Prognosehorizont für die Unternehmensbewertung. Ist sie zu lang, wird das Augenmerk darauf gerichtet, ob eine zu aggressive ggf. zu lang währende positive Entwicklung geplant wurde. Damit hat nach Überzeugung der Kammer die Länge der Detailplanungsphase keine Auswirkung auf die Plausibilität des Ergebnisses der Unternehmensbewertung.

Auch die Rüge der Nichtbeachtung von Synergieeffekten ist unbeachtlich. Die Antragsgegnerin hat bei dem pauschalen Vortrag der Antragsteller substantiiert dargelegt, dass die allenfalls zu beachtenden unechten Synergieeffekte im Zusammen-

hang mit der im Januar 2007 erfolgten Übernahme der Aktienmehrheit der GBH AG durch die Antragsgegnerin und die damit bevorgestandene Integration in  
bei der Unternehmensplanung berücksichtigt worden ist. Insoweit erfolgte auch die neue Planung durch den neuen Vorstand aufgrund geänderter Strategie und neuer Zielsetzungen (Fokussierung auf Immobilienbestandswirtschaft).

Zu Recht weist die Antragsgegnerin darauf hin, dass ein gesonderter Markenwert nicht auszuweisen ist, sondern dieser in der Planung mit integriert ist.

Auch Fehler bei der Thesaurierung in der ersten und der zweiten Planungsphase sind nicht ersichtlich. Entsprechend den Vorgaben des IDW S 1 2005 ist insoweit nicht mehr von einer Vollausschüttung auszugehen. Nunmehr sind in der Detailplanungsphase Ausschüttungen der finanziellen Überschüsse sowie die Verwendung thesaurierter Beträge auf der Basis des individuellen Unternehmenskonzepts und unter Berücksichtigung der bisherigen und geplanten Ausschüttungspolitik zu bestimmen. In der Phase der ewigen Rente ist dagegen grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Diese Grundsätze wurden bei der Ermittlung des Unternehmenswerts beachtet. So führt der Bewertungsgutachter auf Seite 40 aus, dass für die Detailplanungsphase entsprechend den Planungen der Gesellschaft eine jährliche Ausschüttung von 0,76 € je Aktie angesetzt wird. In der ewigen Rente wurde von einer Ausschüttungsquote von 50 % ausgegangen. Wie oben dargelegt, handelt es sich jedoch bei den Vorgaben des IDW um anerkannte und gebräuchliche Methoden der Unternehmensbewertung, die das Gericht seiner Entscheidung als Schätzgrundlage im Rahmen des § 287 Abs. 2 ZPO zugrunde zu legen hat.

Auch die Rügen bezüglich des sog. technischen Bewertungsstichtages (hier 31.12.2006) sind nicht durchgreifend. Das Stichtagsprinzip für die Unternehmensbewertung, hier der Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses am 09.10.2007, wird bei dieser Unternehmensbewertungsmethode dadurch gewährleistet, dass der zum technischen Bewertungsstichtag ermittelte Unternehmenswert auf den Tag der Hauptversammlung mit dem im Rahmen der Ertragswertberechnung ermittelten Kapitalisierungszins aufgezinst wird. Hierbei handelt es sich ebenfalls um eine

anerkannte und gebräuchliche Methode der Unternehmensbewertung, die eine tragfähige Schätzgrundlage für das Gericht darstellt.

Rügen der Antragsteller hinsichtlich prognostizierter Erträge in der Planungsphase II greifen ebenfalls nicht. Vorliegend ist in richtiger Weise das nachhaltige Ergebnis in der ewigen Rente auf der Basis des letzten Planungsjahres 2016 vorgenommen worden (Bewertungsgutachten Seite 29). Diese Bewertungsmethode entspricht ebenfalls anerkannten Regeln der Betriebswirtschaftslehre und sind von dem Gericht zu beachten.

3. Die Einwendungen der Antragsteller gegen die Höhe des Ansatzes des Kapitalisierungszinssatzes und seiner Faktoren, wie Basiszins, Marktrisikoprämie, Betafaktor und Wachstumsabschlag sind nicht berechtigt.

Der angesetzte Basiszinssatz vor Steuern mit 4,75 % ist nicht zu beanstanden. Der Basiszinssatz als Ausgangsgröße für die zu bestimmende Rendite einer Alternativanlage entspricht dem landesüblichen Zinssatz für eine quasi risikofreie Anlage und wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen abgeleitet. Die Verwendung eines typisierten, einheitlichen laufzeitkonstanten Basiszinssatzes entspricht dabei anerkannter und gebräuchlicher Methode der Unternehmensbewertung. Vorliegend wurde der Basiszins nach der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ermittelt. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen sowie möglicher Schätzfehler war es sachgerecht, nicht ausschließlich die stichtagsbezogenen Zerobond-Zinssätze zu verwenden, sondern auf Durchschnittswerte abzielen. Die Ermittlung anhand periodisch-spezifischer Durchschnittssätze basierend auf den in den vorangegangenen drei Monaten (hier Zeitraum Mai bis Juli 2007, mithin drei Monate vor ad-hoc Mitteilung am 04.07.2007) geschätzten Renditen ist anerkannt und sachgerecht und wird auch von der FAUB empfohlen. Die Ableitung des Basiszinssatzes aufgrund der Zinsstrukturkurve entspricht daher derzeit gängiger Methodik und ist taugliche Schätzgrundlage für das Gericht.

Risikozuschlag:

Zur Herstellung der Risikoäquivalenz sind Korrekturen des Basiszinssatzes erforderlich, um dem Umstand gerecht zu werden, dass Unternehmensbeteiligungen im Vergleich zu

öffentlichen Anleihen ein höheres Risiko aufweisen, aber höheren Inflationsschutz bieten. Der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer haben bei der Ermittlung des Risikozuschlages das in der Betriebswirtschaftslehre anerkannte und gebräuchliche TAX-CAPM-Modell zugrunde gelegt, wonach sich der Risikozuschlag aus den Komponenten Marktrisikoprämie und Betafaktor zusammensetzt. Auch diese Vorgehensweise ist taugliche Schätzgrundlage für die gerichtliche Überprüfung der Unternehmensbewertung.

In nicht zu beanstandender Weise haben der sachverständige Prüfer und der Bewertungsgutachter vorliegend die Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,5 % angesetzt. Diese bewegt sich auch innerhalb einer Bandbreite von 5 bis 6 %, die der Fachausschuss für Unternehmensbewertung für die Marktrisikoprämie für angemessen erachtet.

Nach dem TAX-CAPM-Modell kommt dem sog. Betafaktor die Funktion zu, im Rahmen der Bemessung des Risikozuschlages das individuelle Risiko des zu bewertenden Unternehmens abzubilden. Der Betafaktor gibt an, wie sich die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Vorliegend haben der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer zu Recht bei der Ermittlung des Betafaktors sich nicht nach dem Kurs der Aktie der GBH AG gerichtet. Zwar wurde die Aktie an der Börse gelistet. Allerdings hat sie nach den Darlegungen des Bewertungsgutachters (Seite 34 ff.) in den letzten Monaten eine Sonderentwicklung vollzogen, und daher hat die Kursentwicklung nicht die Risikosituation der Gesellschaft abgebildet mit der Folge, dass der hieraus resultierende originäre Betafaktor der GBH-Aktie nicht repräsentativ ist. Dies zeigte sich anhand von Unterlagen des Finanzdienstleisters Bloomberg. Danach war bei Berücksichtigung verschiedener möglicher Zeiträume keine statistische Signifikanz gegeben, und der Erklärungsgehalt des Betafaktors der Aktie lag nahe null. Damit war der Wert der Aktie nicht hinreichend valide, um das operative Geschäftsrisiko der Gesellschaft abzubilden. Die Sachverständigen haben deshalb entsprechend gebräuchlicher und üblicher Bewertungsmethode den Betafaktor anhand der Betafaktoren einer sog. Peer-Group ermittelt, die fünf Unternehmen aus dem gleichen Geschäftsfeld der GBH AG umfasste. Allerdings war auch hier der Betafaktor bei zwei Vergleichsunternehmen statistisch nicht aussagekräftig. Die Ableitung des Betafaktors für die GBH AG erfolgte deshalb auf Basis des sog. mittleren Asset-Beta vier verbliebener Vergleichsunternehmen in Höhe von 0,36. Für die Bewertung vorliegend wurde ein unverschuldeter Betafaktor von 0,35 angesetzt. Betafaktoren unter 1,0 zeigen ein unterdurchschnittliches Unternehmensrisiko auf. Der Wert von 0,35 für die Gesellschaft repräsentiert daher ein deutlich unterdurchschnittliches Unternehmensri-

siko, das grundsätzlich Immobilienträgergesellschaften entspricht.

Auch der Wachstumsabschlag von einem Prozent ist nicht zu beanstanden. Der Wachstumsabschlag ist nicht zwingend mindestens in Höhe der zu erwartenden Inflationsrate anzusetzen, denn er bezweckt einen Inflationsausgleich an sich. Bei seiner Ermittlung wurden in nachvollziehbarer Weise die Faktoren der allgemeinen Entwicklung der Branche, in der das Unternehmen operiert und seine Marktstellung innerhalb seiner Branche berücksichtigt. Weiterhin wurde der Grundsatz beachtet, dass je stärker die Position des Unternehmens in einer Branche ist, d. h. in erster Linie gegenüber seinen Mitbewerbern (Marktanteile), aber auch gegenüber Kunden und Lieferanten (Ver- und Einkaufspreise), desto größer sind die Aussichten auf durchschnittliches Wachstum. Zudem wurde bei der Ermittlung des Wachstumsabschlags das nachhaltige Wirtschaftswachstum am Ende der Prognosephase (Detailplanungsphase) berücksichtigt. Der vorliegende Wachstumsabschlag liegt nach den Darlegungen des Bewertungsgutachters leicht unterhalb der Schätzungen des langfristigen Wachstums der deutschen Volkswirtschaft (Bewertungsgutachten Seite 38 ff.). hierbei stellt die demografische Entwicklung in Kombination mit zunehmender Urbanisierung eine maßgebliche Einschränkung des langfristigen Wachstums dar. Deshalb kann davon ausgegangen werden, dass die absolute Nachfrage nach Wohnfläche sinken wird. Zudem sind die Nettokaltmieten (hier primärer Umsatztreiber) in den vergangenen Jahren leicht unterhalb der gesamtwirtschaftlichen Wachstum mit 1,1 % geblieben. Bei dem vorliegend ermittelten Wachstumsabschlag wurden daher die Umstände des vorliegenden Einzelfalls hinreichend gewürdigt. Auch der Wachstumsabschlag bildet daher eine taugliche Schätzgrundlage nach § 287 Abs. 2 ZPO.

4. Auch die Einwände der Antragsteller zu der Bewertung der Sonderwerte sind nicht beachtlich. Die Sonderwerte wurden vom Bewertungsgutachter und Prüfgutachter in nicht zu beanstandender Weise ermittelt.

a) Beteiligung der GBH AG an der Baugesellschaft Frankenthal (Pfalz) GmbH (BGF)

Die Gesellschaft hielt hinsichtlich dieser Beteiligung eine sog. Put-Option, wonach die GBH AG bis Ende 2008 ihre Anteile von 74,9 % des Stammkapitals der BGF für 47.800.000,00 € verkaufen kann. Diese Option erlischt, wenn und sobald die GBH AG oder ein mit ihr verbundenes Unternehmen den Geschäftsanteil der Stadt Fran-

kenthal von 25,1 % des Stammkapitals an der BGF erwirbt. Dies war nach der nachvollziehbaren Einschätzung des Vorstands zum Stichtag jedoch nicht der Fall mit der Folge, dass der Bewertungsgutachter zu Recht von einer aus der Sicht des Stichtags hohen Wahrscheinlichkeit für die Optionsausübung ausging. Der ange-setzte Sonderwert ergab sich aus einer Abzinsung des vereinbarten Kaufpreises, nämlich mit 45.037.000,00 €. Der gerichtliche Sachverständige hat diese Einschät-zung in seinem schriftlichen Gutachten bestätigt und führte ergänzend aus, dass selbst bei einer Unterstellung eines Mieterhöhungspotentials eine von ihm durchge-führte Sensitivitätsanalyse keine Werterhöhung über die vergleichsweise angebote-nen 61,50 € je Aktie zur Folge hätte.

- b) Hinsichtlich der Beteiligungen an den nach dem technischen Bewertungsstichtag (31.12.2006) erzielten Veräußerungserlösen bzw. vereinbarten Ausschüttungen in Anteilskaufverträgen bei den Beteiligungen Grün in Form Grünfläche GmbH, GIP Gebäudetechnik Industrieplanung und Projektmanagement GmbH, Entwicklungsge-sellschaft Schloßberg GmbH & Co. KG und der Stadtwerke Heidenheim Wärme-service GmbH wurden in nicht zu beanstandender Weise die Veräußerungserlöse bzw. die vereinbarten Ausschüttungen zur Bewertung herangezogen.
- c) Gleiches gilt für die Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens (Grund-stücke in einer Gesamtfläche von 18.951 qm, die im Rahmen der Bautätigkeit er-worben wurden und veräußert werden sollen). Hier wurde ebenfalls korrekter Weise der Veräußerungserlös auf Basis der aktuellen Bodenwerte abzüglich anfallender( Unternehmenssteuern angesetzt.

Für eine Plausibilitätsprüfung durch Bewertungsgutachter und sachverständige Prü-fer ist dies sachgerecht und ausreichend.

- d) Die Darlegungen im Bewertungsgutachten bezüglich der freien Liquidität, die auf den Stichtag aufgezinnt 13.072.000,00 € betragen, sind ebenfalls im Rahmen einer erforderlichen Plausibilitätsprüfung ausreichend und nachvollziehbar.
- e) Gleiches gilt für die Darlegung der Pensionsverpflichtungen im Bewertungsgutach-ten Seite 43 und 44.

f) EK 02 :

Die Nichtberücksichtigung des sog. EK 02 in Höhe von 375.188.000,00 € bei der Bestimmung des Unternehmenswerts der GBH AG ist ebenfalls nicht zu beanstanden.

Aus dem insoweit eingeholten gerichtlichen Sachverständigengutachten vom 19.10.2012 ergibt sich dies in überzeugender und nachvollziehbarer Weise wie folgt:

Nachdem seit dem 01.01.1990 (Steuerreformgesetz) die Steuerbefreiung der GBH AG wegen Aufhebung der Gemeinnützigkeit im Wohnungswesen entfallen war, wurde der Teilwert der zu bewertenden Wirtschaftsgüter (Immobilien) für die Steuerbilanz neu bewertet. Vorliegend lag dieser Teilwert über dem Buchwert. Per 31.12.2006 betrug diese Differenz 375.188.000,00 €. Dieser Betrag, so die Sachverständigen, wurde zu Recht bei der Unternehmensbewertung nicht als Sondervermögen eingesetzt. Zum Stichtag 09.10.2007 galt die steuerliche Rechtslage des Halbeinkünfteverfahrens, wobei Ausschüttungen des EK 02 von 2007 bis Ende 2008 einer Ausschüttungsbesteuerung von 3/7 des Nominalbetrages des EK 02 grundsätzlich unterliegen. Diese zusätzliche Belastung auf Gesellschaftsebene entfällt ab 2019, und ab dieser Zeit unterliegen 100 % des Nominalbetrages des EK 02 im Falle der Ausschüttung der Abgeltungssteuer. Folglich, so die Sachverständigen, kann bei einer Ausschüttung nicht von Steuerfreiheit dieser Beträge gesprochen werden, sondern nur von einem Wegfall der zusätzlichen Steuerlast auf Gesellschaftsebene. Demgemäß seien ab dem Jahr 2019 alle Arten von ausgeschütteten Gewinnen/Einkommen der GBH AG mit der regulären Besteuerung für ausgeschüttete Beträge auf Gesellschafterebene zu bewerten unabhängig, ob sie aus dem EK 02 stammen oder nicht (Steuersatz von 25 % auf die zugeflossene Ausschüttung auf Gesellschafterebene).

Weiter sei zu beachten, dass systematisch das EK 02 nur in der Steuerbilanz der Gesellschaft abgebildet wurde. Ein entsprechender Gegenwert in der Handelsbilanz konnte nicht abgebildet werden. Insoweit habe handelsrechtlich zunächst kein Ausschüttungspotential korrespondierend zum steuerlich gebildeten EK 02 bestanden.

Nur im Fall der Realisierung der steuerlich angesetzten Werte in der Handelsbilanz hätte eine Ausschüttung des EK 02 erfolgen können. Vorliegend sind nach der Detailplanung keine Ausschüttungen aus dem EK 02 vorzunehmen. Eine den Unternehmenswert mindernde Nachversteuerung des EK 02 ist somit unterblieben und deshalb, so die Sachverständigen, auch zu Recht in die Unternehmensbewertung nicht einbezogen worden.

Ein steuerliches Einlagekonto konnte auch nicht, so die Sachverständigen, als Sonderwert berücksichtigt werden. Nach dem alten System des Anrechnungsverfahrens wäre zudem der steuerliche Einlagegrund dem sog. EK 04 und nicht dem EK 02 zuzuordnen gewesen. Begrifflich handelte es sich um aus bereits versteuertem Einkommen getätigte Einlagen der Anteilseigner und damit gerade nicht um Einkommen, das die Gesellschaft aufgrund ihrer werbenden Tätigkeit erzielt hatte. Zu Recht wären Ausschüttungen bzw. Auskehrungen dieser steuerlichen Eigenkapitalposition auf Gesellschafterebene steuerfrei zu behandeln gewesen, da es sich faktisch um Kapitalrückzahlungen gehandelt hätte.

Damit ist die Nichtberücksichtigung des EK 02-Bestandes bei der Unternehmensbewertung unter den betroffenen Ausschüttungsprämissen des Vorstandes korrekt. Diese Ausschüttungsprämissen schütten nur laufend erzielte Gewinne teilweise aus, nicht die thesaurierten (Alt-)Gewinne. Nur, so die Sachverständigen weiter, eine Vollausschüttung der handelsrechtlichen Gewinnrücklagen und damit ein Rückgriff auf die steuerliche Eigenkapitalart EK 02 nach 2018 wäre zwar theoretisch denkbar, aber nur dann, wenn die Planungsprämissen der GBH AG insgesamt vollumfänglich neu gesetzt worden wären (dies war zum Stichtag 09.10.2007 nicht der Fall). Die Sachverständigen führen weiter aus, dass die Beschaffung der notwendigen Liquidität zur Finanzierung einer solchen Vollausschüttung entweder durch eine faktische (Teil-)Liquidation des betriebsnotwendigen Vermögens zu erzielen wäre oder durch Aufnahme von Fremdkapital.

Auch auf die ergänzende Frage des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre, ob Rückschlüsse von dem sog. EK 02 auf den Liquidationswert des Unternehmens (Problem der Untergrenze des Liquidationswerts bei Anwendung der Ertragswertmethode) möglich sind, verneinten die gerichtlichen Sachverständigen eine Aus-

wirkung auf den Unternehmenswert bei Zugrundelegung von 61,50 € je Aktie (bei insgesamt 7.200.000 Aktien).

g)

Bei Beachtung des Grundsatzes, dass ein Börsenkurs den unteren Wert bei einer Ertragswertmethode darstellt, hat der Bewertungsgutachter zunächst zu Recht auf den Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe des Squeeze-out-Verlangens am 04.07.2007 abgestellt (herrschende Meinung in der Rechtsprechung). Dies ergab einen volumengewichteten Durchschnittskurs von 58,50 €. Der Bewertungsgutachter hat den zunächst nach der Ertragswertmethode ermittelten rechnerischen Wert pro Aktie von 48,05 € (ausgehend von einem Unternehmenswert von 345.984,00 €) auf diesen Kurswert erhöht und korrekter Weise als angemessene Barabfindung empfohlen. Auch diese Vorgehensweise ist nicht zu beanstanden.

5. Die Kammer ist insbesondere bei Berücksichtigung der Tatsache, dass im Rahmen des gerichtlichen Vergleichs vor dem Landgericht Stuttgart am 17.03.2008 die dortigen Parteien zur Erledigung der anhängig gewesenen Anfechtungs-/Nichtigkeitsklagen und Freigabeverfahren sich auf einen Unternehmenswert von 442.800.000,00 €, entspricht 61,50 € je Aktie, geeinigt haben, wobei insbesondere der Börsenkurs der Aktien der GBH AG im Zeitpunkt der Hauptversammlung am 09.10.2007 (Stichtag) dieser Bewertung zugrunde gelegt war, der Überzeugung, dass dieser Betrag (442.800.000 €) dem vollen Wert des Unternehmens der GBH AG zum Stichtag entspricht.
6. Ein Ausspruch zur Verzinsung der Barabfindung ist nicht erforderlich, da sich die Verzinsung aus dem Gesetz ergibt (§ 327 b Abs. 2 AktG) und keine Frage der Festsetzung der angemessenen Abfindung, sondern der Abwicklung des Abfindungszahlung ist.

D

Die Kostenregelung ergibt sich aus § 15 Abs. 2 und 4 SpruchG. Es ist nicht veranlasst, abweichend von den gesetzlichen Regelungen den Antragstellern aus Billigkeitsgründen die Gerichtskosten aufzuerlegen oder Kostenerstattungen anzuordnen. Dies gilt auch, soweit Anträge als unzulässig zu verwerfen waren, denn gesonderte Kosten sind dadurch nicht verursacht worden.

Keines Ausspruches bedarf es zur Vergütung und zu den Auslagen des gemeinsamen Vertreters, denn sie werden nach § 6 Abs. 1 S. 2 SpruchG von der Antragsgegnerin geschuldet und

sind auf Antrag vom Vorsitzenden der KfH festzusetzen.

Der Geschäftswert ist nach § 15 Abs. 1 S. 2 SpruchG auf den Mindestwert von 200.000,00 € festzusetzen.

#### Rechtsmittelbelehrung

Gegen diesen Beschluss kann das Rechtsmittel der sofortigen Beschwerde (§ 12 Abs. 1 SpruchG) eingelegt werden, die binnen einer Frist von zwei Wochen (§ 22 Abs. 1 FGG) ab Zustellung dieses Beschlusses beim Beschwerdegericht, das für die Entscheidung über die Beschwerde zuständig ist, dem

Oberlandesgericht Stuttgart, Olgastraße 2, 70182 Stuttgart oder auch beim Ausgangsgericht, dem

Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart eingegangen sein muss.

Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdefrist eingelegt werden.