

Landgericht München I

Az. 5HK O 5593/14

verkündet am 20.11.2015

Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle



In dem Spruchverfahren

1)



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht _____, Handelsrichter _____ und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 5.2.2015 und 28.5.2015 am 20.11.2015 folgen-
den

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der GBW AG zu leis-
tende Barabfindung wird auf € 21,97 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter
Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 7.3.2014 mit 5 Prozentpunkten über
dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außer-
gerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1) bis 60) und 62) bis 98). Der Antrag-
steller zu 61) und die Antragsgegnerin tragen ihre außergerichtlichen Kosten
selbst.

- III. Der Geschäftswert für das Verfahren 1. Instanz sowie der Wert für die Bemess-
ung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht
selbst am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu zahlende Vergütung
werden auf € 1.083.965,25 festgesetzt.



keiten belief sich auf € 882 Mio., wie dies auch in einer Presseerklärung der _____ ausgeführt wurde.

Am 19.6.2013 veröffentlichte die GBW AG eine Mitteilung, wonach der Antragsgegnerin unmittelbar und mittelbar Aktien von mehr als 95 % des Grundkapitals der GBW AG gehörten und die Antragsgegnerin daher das förmliche Verlangen nach § 327 a AktG zur Übertragung der Aktien der übrigen Minderheitsaktionäre auf sie gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung gestellt hatte. Die Aktien der Gesellschaft wurden im Freiverkehr an den deutschen Börsenplätzen in München, Stuttgart und Berlin gehandelt.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 28.11.2013 ließ die Antragsgegnerin von der _____ (im Folgenden: _____) eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der GBW AG und zur Ermittlung der angemessenen Abfindung (Anlage 3 zum Übertragungsbericht vom 9.10.2013, Anlage AG 2) erstellen, in der unter Anwendung der Ertragswertmethode ein Unternehmenswert von € 1,012704 Mrd. oder von € 18,55 je Aktie ermittelt wurde. Dabei gingen die Bewertungsgutachter von _____ von einer die Jahre 2013 bis 2016 umfassenden Detailplanungsphase aus. Im Zeitraum zwischen 2017 und 2112 einschließlich bildeten die Bewertungsgutachter die sich aus der fortbestehenden Mietpreisbindung, dem Ablauf von Erbbaurechten sowie vertraglich fixierten Darlehensverträge ergebenden Auswirkungen explizit in der Ewigen Rente ab. Bei der Kapitalisierung der so ermittelten künftigen Überschüsse legten die Wirtschaftsprüfer von _____ neben einem Basiszinssatz vor Steuern von 2,75 %, einen Risikozuschlag nach Steuern von 4,6 % in 2013, 4,5 % in 2014, 4,7 % in 2015 und von 5,2 % in 2016 aus. Für die Jahre ab 2017 wurde ein Risikozuschlag nach Steuern von 5 % angesetzt und in den Jahren ab 2112 ein Risikozuschlag von 4,8 % nach Steuern. Ab 2112 berücksichtigten die Bewertungsgutachter zudem einen Wachstumsabschlag von 1,5 %. Weiterhin setzten sie einen Sonderwert in Höhe von insgesamt € 50.000,-- für



die Beteiligungen an den beiden als nicht betriebsnotwendig angesehenen, nicht operativ tätigen Vorratsgesellschaften GBW Asset Beta GmbH und GBW Asset Gamma GmbH an. Zudem floss der Barwert der künftig zu erwartenden Steuerersparnisse aus dem steuerlichen Einlagenkonto von € 181,439 Mio. in Höhe von € 815.000,-- als Sonderwert ein. In ihrem Bewertungsgutachten vom 7.10.2013 gelangten die Wirtschaftsprüfer von [redacted] auf der Basis der Dienstleistungen der Deutschen Börse bzw. des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg zu einem durchschnittlichen Börsenkurs in einem Zeitraum von drei Monaten vor der Ankündigung des Verfahrens zum Ausschluss von Minderheitsaktionären am 19.6.2013 von € 21,32.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 24.6.2013, Az. 5HK O 13833/13 bestellte Abfindungsprüferin

[redacted] gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 10.10.2013 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, die festgelegte Barabfindung von € 21,32 je Stückaktie sei angemessen.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf das vorgelegte Gutachten von [redacted] bzw. den Prüfungsbericht von [redacted] Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 5.3.2014 in das Handelsregister der GBW AG eingetragen und anschließend durch das Amtsgericht - Registergericht - München am 6.3.2014 gemäß § 10 HGB bekannt gemacht. Im Zeitpunkt der Eintragung waren alle Antragsteller mit Ausnahme des Antragstellers zu 60) Aktionäre der GBW AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 6.6.2014 beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen alle Antragsteller unter Berufung auf ihre Aktionärseigenschaft im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses



geltend, die festgesetzte Barabfindung von € 21,32 sei zu niedrig und folglich unangemessen.

a. Der Unternehmenswert liege deutlich höher als in den beiden Gutachten von _____ angenommen.

(1) Dies zeige sich bereits an der mangelnden Eignung der vorgelegten Planung, die nicht von der GBW AG stamme, sondern in großen Teilen von den Bewertungsgutachtern angefertigt worden sei; jedenfalls hätten die Vorstandsmitglieder der Gesellschaft im Lager der Antragsgegnerin gestanden und ihre Zukunftsaussichten anlassbezogen negativ dargestellt. Bei vorgenommenen Bereinigungen sei vom Basisjahr zu Beginn der Detailplanungsphase ausgegangen worden, dann aber sei das um Sondereffekte bereinigte Jahr 2016 als Grundlage für die Planungen ab 2017 ff. herangezogen worden. Die Analyse der Planungstreue lediglich anhand der Jahre 2011 und 2012 sei unzureichend, weil ein längerer Zeitraum von zehn Jahren hierzu notwendig gewesen wäre. Die Ermittlung des Ertragswerts sei auch deshalb fehlerhaft, weil der Unternehmenswert nach dem Net Asset Value-Ansatz hätte ermittelt werden müssen.

(2) In jedem Fall aber bedürfe die Planungsrechnung der Gesellschaft angesichts ihrer zu pessimistischen Annahmen einer Korrektur

(a) Bei der Umsatzplanung berücksichtige der Ansatz eines Wachstums von 2,7 % p.a. zu wenig die Entwicklung insbesondere im Großraum München bei der Ermittlung der Marktmieten und die gesetzlichen Vorgaben aus § 558 BGB zur Miethöhe im frei finanzierten Wohnungsbau. Gerade der Ansatz sinkender Soll-Mieten stehe im Widerspruch zu den Marktgegebenheiten. Die Annahme einer Leerstandsquote von rund 2,6 % in den Jahren 2014 bis 2016 lasse sich angesichts des Wertes im Jahr



2013 und einer eher unterdurchschnittlichen Leerstandsquote in der Boom-Region München nicht rechtfertigen. Zudem müsste die Leerstandsquote ab 2016 wegen der geplanten Verkäufe sinken. Unklar sei auch, warum ab 2016 keine Portfoliobereinigungen mehr durchgeführt würden und ob bereits im Jahr 2013 durchgeführte Mieterhöhungen in der Planung berücksichtigt seien. Die Sozialcharta führe zudem zu Negativwirkungen im Sinne einer nicht zu berücksichtigenden echten Synergie und stelle einen limitierenden Faktor bei der Unternehmensbewertung dar, was so nicht zulässig sein könne. Ebenso müsse davon ausgegangen werden, dass die geplanten Verkäufe durch Zukäufe kompensiert würden. Ein in den Jahren 2014 bis 2016 sinkendes EBIT trotz eines gut sanierten Immobilienbestands und trotz der Wohnungsnot in München mit um 4 % gestiegenen Neumieten und einer Verteuerung der Immobilien um 8 % als Folge daraus stelle sich als nicht plausibel dar. Zudem müsse angesichts der Geschäftstätigkeit der GBW AG mit ihrem Schwerpunkt in München eine Preisentwicklung in Höhe oder sogar leicht oberhalb der allgemeinen Inflationserwartung angenommen werden, was auch für den Terminal Value gelte. Unplausibel sei das Absinken der Ist-Mieten relativ zu den vermieteten Flächen von 2015 auf 2016. Nicht hinreichend geklärt sei zudem die Frage, wie die Erlöse aus Umlagen für Betriebskosten/Heizkosten und zum Teil korrespondierenden Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen geplant seien. Bei der Umsatzplanung müsse die Möglichkeit von Mieterhöhungen als Folge des Auszugs von Mietern und der anschließenden Neuvermietung ebenso stärker einfließen wie die Möglichkeit der Umlage von Modernisierungskosten.

- (b) Bei den Aufwendungen für Instandhaltung und Modernisierung müsse es zu einer Korrektur der Planannahmen kommen,



nachdem ein Absinken dieser Kosten wegen der Verkäufe in 2014 und 2015 die Folge sei, wohingegen ein Anstieg um 20 % in Relation zu den Sollmieten für 2016 angesetzt worden sei. Der Ansatz von Modernisierungskosten in Höhe von € 2,60 je m² und Jahr sei stark überhöht angesichts der Kosten im Jahr 2013. Auch bestehe eine Inkonsistenz hinsichtlich der geplanten Modernisierungskosten und der bei der Planung zugrunde gelegten. Eine Versechsfachung der aktivierungsfähigen Modernisierungskosten könne nicht plausibel sein. Dies gelte auch in der Ewigen Rente mit einem dreimal so hohen Ansatz wie 2013 angesichts des durch Verkäufe verminderten Immobilienbestands.

Angesichts des Verkaufs von Immobilien bis 2015 und des Unterbleibens weiterer Veräußerungen ab dem Jahr 2016 gehe die Planung von einem zu hohen Anstieg der Personalkosten um 2,5 % aus, weshalb der Personalaufwand niedriger angesetzt werden müsse. Auch sei ein jährlicher Anstieg der Personalkosten oberhalb der zu erwartenden Inflationsrate nicht sachgerecht. Zudem fehle eine Begründung des Einrechnens von Zinsaufwendungen für Pensionierungsverpflichtungen; ebenso wenig sei es zulässig, Pensionsrückstellungen im Fremdkapital einzurechnen.

- (c) Bei der Planung des Finanzergebnisses fehle eine Berücksichtigung des sich stetig vermindernenden Zinsaufwands in der Zeit nach 2016, weil angesichts der Annahme des Einsatzes thesaurierter Gewinne zur Tilgung ein gleichbleibender Ansatz des Zinsaufwands von € 43,119 Mio. nicht sachgerecht sein könne und steigende Zinssätze bei sinkendem Fremdkapital und fehlender Planung zur Neuaufnahme unrealistisch sei.



- (d) Nicht hinreichend erläutert sei der Ansatz einer nahezu 100 Jahre andauernden Grobplanungsphase. Unplausibel sei dabei gerade auch der Ansatz des geringsten Jahresüberschusses sämtlicher Planjahre als Ausgangspunkt für die Ewige Rente und das Unterstellen eines Ergebnisrückgangs im Vergleich zum letzten Planjahr. Der Rückgang des Bewertungsergebnisses auf € 30 Mio. in 2015 auf € 26,7 Mio. in der Ewigen Rente nach € 40,7 Mio. im Vorjahr sei nicht plausibel.
- (e) Die Annahmen zur Ausschüttung und Thesaurierung seien korrekturbedürftig; gerade wenn es hierzu keine Planannahmen des Vorstandes gebe, müsse auf das Verhalten der Gesellschaft in der Vergangenheit abgestellt werden. Aufklärungsbedarf bestehe zudem bei der Frage, wie und wann die Mittel für Zwecke der Innenfinanzierung bei den finanziellen Überschüssen verwendet worden seien und ob die angesetzten Steuersätze bei der Bewertung konsequent eingehalten seien. Das Unterstellen einer langjährigen Haltedauer von 40 Jahren einerseits und der Anwendung des steuerlichen Systems der Abgeltungssteuer widerspreche einander, weil damit davon ausgegangen werde, sämtliche Aktionäre hätten ihre Anteile erst nach dem 31.12.2008 erworben.
- (f) Fehlerhaft sei der Ansatz einer pauschalen Ertragsteuerbelastung von durchschnittlich rund 18 %, zumal die Körperschaftsteuer schematisch auf das IFRS-Ergebnis angewandt worden sei und die Ertragsteuerplanung deshalb fehlerhaft sei, weil die Steuerbilanzen auf HGB-Beschlüssen aufbauten und mit der Rechnungslegung nach IFRS nichts zu tun hätten.
- (3) Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe in all seinen Komponenten der Korrektur zugunsten der Minderheitsaktionäre.



- (a) Dies gelte zunächst für den mit 2,75 % vor Steuern zu hoch angesetzten Basiszinssatz, weil dieser weit über den zum Stichtag der Hauptversammlung erzielbaren langfristigen Zinsen liege; die Rendite für Bundesanleihen habe im 10-Jahresbereich zum Zeitpunkt der Hauptversammlung bei ca. 1 % gelegen. Dem Aktionär stehe nur der aktuell gültige Zinssatz zur Wiederanlage zur Verfügung. Zudem müsse der Basiszinssatz unter Zugrundelegung der durchschnittlichen Laufzeit der Finanzierungskredite der GBW AG ermittelt werden. Die Notwendigkeit eines Absenkens des Basiszinssatzes resultiere zudem aus der Tatsache, dass in Bundesanleihen eine faktische Zahlungsausfallprämie enthalten sei.
- (b) Der Risikozuschlag müsse gleichfalls abgesenkt werden, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe. Das unternehmerische Risiko spiegele sich schon in den Planzahlen wider. Das zur Ermittlung des Risikozuschlags herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als hierfür ungeeignet dar. Jedenfalls könne die auf der Basis der Empfehlung des FAUB in der Mitte der Bandbreite zwischen 5 % und 6 % angesiedelte Marktrisikoprämie nicht sachgerecht sein; das niedrigere Niveau des Basiszinssatzes rechtfertige jedenfalls die Erhöhung der Marktrisikoprämie nicht. Nicht gefolgt werden könne auch der arithmetischen Mittelwertbildung; abzustellen sei vielmehr auf den geometrischen Mittelwert. Der überhöhte Ansatz zeige sich auch an sinkenden Renditen von Unternehmensanleihen. Die Ermittlung des Beta-Faktors anhand einer Peer Group mit einem unverschuldeten Wert von 0,44 sei fehlerhaft erfolgt, weil dieser Ansatz vor allem das unternehmenseigene Beta vernachlässige und auf einer nicht repräsentativ zusammengesetzten Peer Group von lediglich vier Unternehmen beruhe, weshalb ihm eine belastbare Basis fehle. Angesichts des sinkenden



Verschuldungsgrades müsse in Phase I auch der Beta-Faktor sinken. Ebenso sei der nachhaltige Verschuldungsgrad zu hoch angesetzt. Angesichts des fehlenden Finanzierungsstrukturrisikos müsse das vorgenommene Relevanz gänzlich unterbleiben.

- (c) Der Wachstumsabschlag sei angesichts der Aktivitäten der Gesellschaft vor allem am Münchner Wohnungsmarkt mit 1,5 % und damit unterhalb der zu erwartenden Inflationsrate von 2 % unrealistisch. Auch sei das Wachstum bereits wegen der fehlenden Berücksichtigung thesaurierter Erträge zu niedrig bemessen.
- (4) Bei den Sonderwerten sei der Ansatz der Wert der Beteiligungen der Gesellschaft an der GBW Asset Beta GmbH und der GBW Asset Gamma GmbH fehlerhaft. Kurzfristige Steuererstattungsansprüche hätten ebenso als Sonderwert berücksichtigt werden müssen. Unklar bleibe die Berücksichtigung steuerlicher Verlustvorträge ebenso wie die Ermittlung des Werts des steuerlichen Einlagenkontos. Die zum Verkauf anstehenden Immobilien hätten dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet werden müssen. Ebenso fehle eine angemessene Berücksichtigung stiller Reserven, die insbesondere aus der Möglichkeit der Nachverdichtung und dem Ausbau von Dachgeschossen abzuleiten seien. Die Bewertung lasse weiterhin zu Unrecht den Wert der Marke „GBW“ außer Betracht:
- b. Unzutreffend angesetzt sei auch der Börsenkurs der GBW AG, weil dieser auch Tage ohne Handel umfasse. Vor allem aber müsse auf den letzten Kurs der GBW-Aktie abgestellt werden, der an der Börse in Stuttgart bei € 22,67 Geld zu € 23,23 Brief gelegen habe. Der Kurs von nur im Freiverkehr notierten Aktien spiegele zudem nicht deren wahren Wert wider.



- c. Angesichts des Ansatzes des Buchwerts mit 102,9 % im Bewertungsgutachten könne der Liquidationswert nicht zutreffend ermittelt worden sein; es komme dabei insbesondere nicht zur Berücksichtigung stiller Reserven, für deren Vorhandensein auch die EK-02 (Alt-)Bestände sprächen. Bei einer Neuermittlung müsse nachvollziehbar dargelegt werden, mit welchem Wert Finanzschulden bei der Liquidation anzusetzen seien. Da die GBW AG kaum Mitarbeiter beschäftige, seien solche Kosten im Falle der Liquidation als unerheblich zu vernachlässigen. Die Annahme, Notar- und Maklerkosten seien vom Veräußerer zu tragen, stelle sich als lebensfremd dar. Bei Vorfälligkeitsentschädigungen könne der Aufwand für sie nicht fortgerechnet werden angesichts der Reduktion der Darlehenssummen im Verlaufe des Jahres 2013 um nahezu eine Jahresannuität.

Ebenso müsse über Vorerwerbspreise in Bezug auf GBW-Aktien aufgeklärt werden. Der Ansatz eines Werts von € 21,32 je Aktie vernachlässige den auch im Geschäftsbericht genannten Preis, den das Konsortium für die Aktien an die _____ gezahlt habe. Weiterhin verstoße die Ermittlung der Abfindung einschließlich der ihr zugrunde liegenden Bestimmungen gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzverträge.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, was sich in Bezug auf den Antragsteller zu 60) schon aus dem fehlenden Nachweis seiner Antragsberechtigung ergebe. In jedem Fall aber seien die Anträge unbegründet, weil die über den Börsenkurs ermittelte Barabfindung angemessen sei und sich ein höherer Unternehmenswert mittels der Ertragswertmethode nicht ableiten lasse.
- a. Dies gelte zunächst für die Ermittlung der zu kapitalisierenden Überschüsse anhand der nicht zu beanstandenden Planannahmen der Gesellschaft.



- (1) Die Planung selbst sei von der GBW AG erstellt und von ihren Organen verabschiedet worden; eine Einflussnahme der Bewertungsgutachter von _____ habe es nicht gegeben. Zwar hätten diese über den normalen Planungsprozess hinaus weitere Berechnungen anstellen müssen, weil eine Fortschreibung erforderlich gewesen sei, wobei deren Methodik einschließlich der Annahmen von der Gesellschaft festgelegt worden seien. Bei der Aufstellung und Entwicklung der Planungsrechnung habe der geplante Squeeze out keine Rolle gespielt; vor allem habe auch der Aufsichtsrat keine zu einem niedrigeren Unternehmenswert führenden Anpassungen gefordert.

Im Rahmen der Bewertungsarbeiten vorgenommene Anpassungen hätten sich ausschließlich auf die Korrektur von Inkonsistenzen bzw. Formelfehlern bezogen. Die der Bewertung zugrunde gelegte Mehrjahresplanung sei im Rahmen des jährlichen Planungsprozesses erstellt und beschlossen worden, ohne dass es zu einem Herunterspielen der Zukunftsaussichten der Gesellschaft gekommen sei. Den im Rahmen der Vergangenheitsanalysen vorgenommenen Bereinigungen für außerordentliche und periodenfremde Erträge fehle die Auswirkung auf den Unternehmenswert. Das Planjahr 2016 sei nicht als Grundlage für die Planjahre 2017 ff. herangezogen worden, weil dann die langfristige Ertragslage zu gering angesetzt gewesen wäre. Aus den Plan-Ist-Analysen der Vergangenheit der Jahre 2011 und 2012 lasse sich kein Anhaltspunkt für methodische Probleme ableiten.

- (2) Die Planung der Gesellschaft könne nicht als zu pessimistisch oder zu konservativ bezeichnet werden. Unter Beachtung des eingeschränkten Prüfungsmaßstabes könne sie der Ermittlung des Ertragswertes zugrunde gelegt werden.
 - (a) Die Umsatzplanung erfolge anhand einer detaillierten Berechnung gesetzlich maximal zulässiger Soll-Mietensteigerungen,



die auf der Ebene der Wirtschaftseinheiten geplant würden, aber nicht der im Markt erzielbaren Miete bei Neuvermietungen entspreche, sondern auf Basis der geltenden Verträge und der gesetzlichen Rahmenbedingungen im öffentlich geförderten wie im freifinanzierten Wohnungsbau sachgerecht erfolgt sei. Die Planung reflektiere eine sukzessive Anpassung der beim Auslaufen der Mietpreisbindungen und erfolge unter Beachtung der gesetzlichen Vorgaben des Mietrechts. Von einer zu geringen Berücksichtigung des in München angespannten Mietwohnungsmarktes mit sich daraus ergebenden Steigerungsmöglichkeiten könne nicht ausgegangen werden bei der Annahme von Mietsteigerungen in einem Umfang von 4 % pro Jahr in den Jahren 2013 und 2014; für Regensburg könne die Planung angesichts der dortigen Situation nur Steigerungen von 3 %, für Nürnberg von 2,5 % und für Würzburg von 1 % ansetzen. Ab dem Jahr 2017 sei es unter Beachtung einer unternehmensspezifischen Inflationsrate von 1,5 % zu dem Ansatz einer entsprechenden Steigerung der Nettokaltmieten gekommen.

Erlösschmälerungen in Höhe von 2,6 % in den Jahren 2014 bis 2016 seien nicht zu korrigieren, nachdem diese ihre Ursache in der im Verhältnis zum Markt weit unterdurchschnittlichen Leerstandsquote hätten; zudem seien auch die Mietminderungen in Höhe von 0,45 % im Bereich der Niederlassung Süd von 0,25 % für die Niederlassung Nord hier zu berücksichtigen, deren Ansatz auf Erfahrungswerten beruhe und sich realistischer Weise künftig nicht weiter reduzieren lasse. Auch unterstelle die Planungsrechnung keine im Markt sinkenden Mieten; die absolute Miethöhe reduziere sich aufgrund geplanter Veräußerungen, steige aber ab dem Jahr 2015 trotz dieser geplanten Veräußerungen wieder an.



Die sich aus der Portfoliostrategie ergebenden Effekte mit der Veräußerung von insgesamt 4.488 Wohn- und 35 Gewerbeobjekten in vornehmlich strukturschwachen Randlagen sowie von Objekten am Ende des wirtschaftlichen bzw. technischen Lebenszyklus seien in der Planung sachgerecht aufgegriffen und umgesetzt. Als Bestandshalter könne es nicht Ziel der Gesellschaft sein, Bestände in größerem Umfang zu veräußern. Die Verkaufsplanung spiegele die aus Sicht des Vorstands erzielbaren Verkaufspreise unter Reflexion von eigenen Erfahrungswerten, Expertenmeinungen sowie den Marktgegebenheiten in Bayern wider. Ein Großteil der Immobilien liege nicht etwa in München, sondern in strukturschwachen Regionen Bayerns; auch in München liege aufgrund bestimmter Reglementierungen und Mietpreisentwicklungen die langfristig erzielbare Miete deutlich unterhalb der ortsüblichen Miete liege.

Aus der im Zuge des Erwerbs des Aktienpakets von der vereinbarten Sozialcharta ergebe sich kein wertmindernder Effekt auf die der Bewertung zugrunde liegende Planung. Die Darstellung der Erlöse aus Umlagen der Betriebskosten/Heizkosten entspreche in ihrem Detaillierungsgrad der G+V-Rechnung und ihrer Darstellung im Geschäftsbericht. Basis der Planzahlen sei die letzte vor dem Bewertungsstichtag durchgeführte Nebenkostenabrechnung für das Jahr 2011 gewesen, die entsprechend der erwarteten Kostensteigerungen in der Planungsphase I inflationiert worden sei.

- (b) Die Planung der angesetzten Instandhaltungs- und Modernisierungskosten erfolge auf der Basis geplanter Sanierungsmaßnahmen und reaktiver Instandhaltung, die in Phase I von Instandhaltungsprojekten bei Wohneinheiten des Verkaufsportfolios geprägt sei. Die Kalkulation eines nachhaltigen Instandhal-



tungsaufwands von ca. € 15,-- je m² entspreche dem Branchendurchschnitt.

Der Ansatz des Personalaufwandes gehe von einem Absinken von 308 Vollzeitmitarbeitern im Jahr 2013 auf 294 Vollzeitkräfte im Zeitraum 2014 bis 2016 aus, müsse aber den Sonderaufwand aus Abfindungen, Pensionsaufwendungen und Sonderprämien in den Jahren 2013 und 2014 ebenso beachten wie eine strukturelle Veränderung hin zu höher bezahlten Vollzeitmitarbeitern im Rahmen der Verkaufsstrategie.

Zinsaufwendungen für Pensionsverpflichtungen seien entsprechend IAS 19 im Finanzergebnis ausgewiesen und demgemäß mit dem Barwert in Ansatz gebracht.

- (c) Der Ansatz einer bis in das Jahr 2112 reichenden Grobplanungsphase resultiere aus dem Bestehen von Sondereffekten mit ihren Auswirkungen auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage von langjähriger Wirkung, wobei in erster Linie die Mietpreisbindung maßgeblich sei. Die Ewige Rente beginne tatsächlich ab dem Jahr 2017 mit der Annahme eines konstanten Wachstums der ausschüttungsfähigen Überschüsse, wobei aber das konstante Wachstum der Erträge um das werterhöhende Auslaufen der Sondereffekte für jedes einzelne Jahr der Ewigen Rente bis zum Jahr 2112 berechnet worden sei. Ab dem Jahr 2113 gebe es keine Sondereffekte mehr.
- (d) Bei den Ansätzen zur Thesaurierung und zur Ausschüttung müsse es nicht zu einer Korrektur kommen. Zur Finanzierung des Wachstums des Unternehmens oder zur Schuldentilgung benötigte Mittel seien im Bewertungsgutachten als „betriebsnotwendige Thesaurierung“ bezeichnet und in den zu diskontierenden Überschüssen sachgerecht berücksichtigt worden; ihre



Auswirkung auf die Überschüsse ergebe sich aus der sich aus Investitionen ergebenden Erlössteigerung. In der Ewigen Rente komme es bezüglich der darüber hinausgehenden thesaurierten Mittel zur direkten Berücksichtigung des daraus resultierenden Wertbetrages in den zu diskontierenden Überschüssen. Der effektive Steuersatz auf Veräußerungsgewinne sei in der Ewigen Rente sachgerecht mit der hälftigen Abgeltungssteuer, also 12,5 % zuzüglich 5,5 % Solidaritätszuschlag, angesetzt worden. Die angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % entspreche der des Marktdurchschnitts, die je nach Marktindex zwischen 40 % und 60 % liege. Typisierende Annahmen auch zum Steuersystem seien unabdingbar. Der Rückgang der Nettoausschüttungen im Jahr 2016 und 2017 beruhe auf den Wegfall der Erträge aus den veräußerten Immobilien, auf damit zusammenhängenden Schuldentilgungen sowie auf Reinvestitionen; ab dem Jahr 2017 steige das Niveau der Nettoausschüttungen wieder sukzessive an.

- (3) Der Kapitalisierungszinssatz müsse nicht reduziert werden.
 - (a) Dies gelte zunächst für den mittels der mittlerweile einhellig akzeptierten Svensson-Methode ermittelten Basiszinssatz von 2,75 % vor Steuern, wobei eine kaufmännische Rundung auf 0,25 Prozentpunkte rechtlich zulässig und in der Sache geboten sei. Angesichts der Zukunftsorientiertheit und der Ermittlung anhand der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank könne nicht auf die aktuell zum Stichtag erzielbaren Zinssätze zurückgegriffen werden.
 - (b) Der Ansatz eines Risikozuschlags rechtfertige sich aus dem im Vergleich zur (quasi-)sicheren Bundesanleihe höheren Risiko eines Investments in Aktien. Auch bilde er das Risiko von Plan-



abweichungen gegenüber dem Erwartungswert ab, was bei festverzinslichen Wertpapieren nicht existiere. Das angewandte (Tax-)CAPM als Modell zur Preisbildung an Kapitalmärkten sei als in sich konsistentes, kapitalmarktorientiertes Modell die vorherrschende und geeignete Methode zu seiner Herleitung. Die zutreffenderweise unter Ansatz des arithmetischen Mittels abgeleitete Marktrisikoprämie in Höhe von 5,5 % nach Steuern reflektiere zutreffend die Überrendite von Aktien und beruhe auf den Empfehlungen des FAUB vom 19.2.2012, die eine angemessene Berücksichtigung des Auswirkungen der Finanzmarktkrise enthielten. Die Zahlen würden auch die Folgen der Steuerreform 2008 auf die Marktrisikoprämie hinreichend reflektieren. Keine Bedeutung könne dem Moody's Unternehmensanleihenindex angesichts der unterschiedlichen Zahlungs- und Risikostruktur der Wertpapierarten zukommen. Der unternehmenseigene Beta-Faktor sei analysiert und zutreffenderweise unberücksichtigt geblieben. Die Ermittlung des unverschuldeten Beta-Faktors anhand einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen über einen Zeitraum von fünf Jahren auf Basis monatlicher Renditen gegen den jeweils größten landesspezifischen Index müsse nicht korrigiert werden. Die herangezogenen Unternehmen seien in ihrer Gesamtschau mit der GBW AG vergleichbar. Aus dem höher liegenden originären Beta-Faktor der Gesellschaft würde sich ein geringerer Unternehmenswert ergeben, weshalb sich aus dem Ansatz über eine Peer Group kein Nachteil für die Minderheitsaktionäre ergebe. Die sinkende Verschuldung von 151,69 % auf 126 % rechtfertige keinen rückläufigen Beta-Faktor, weil aufgrund des Rückgangs der Übernahme von Risiken durch die Fremdkapitalgeber das Risiko der Eigenkapitalgeber ansteige.



- (c) Eine Erhöhung des Wachstumsabschlages lasse sich nicht rechtfertigen; die geplante Wachstumsrate von 1,5 % unterstelle eine vollständige Überwälzbarkeit der Kostensteigerungen und berücksichtige die Entwicklung auf den Wohnungsmärkten, auf denen die Gesellschaft aktiv sei.
- (4) Bei den Sonderwerten und dem Ansatz nicht betriebsnotwendigen Vermögens könne es zu keinen Anpassungen kommen. Die Bewertung der beiden nicht operativ tätigen Gesellschaften anhand des zu ihrer Gründung investierten Eigenkapitals sei sachgerecht. Kurzfristige Steuererstattungsansprüche der GBW AG seien über den Ertragswert in die Ermittlung des Unternehmenswertes eingeflossen. Der Unterschied zwischen der Höhe des steuerlichen Einlagenkontos von € 181,439 Mio. und dem angesetzten Wert von € 815.000,-- resultiere aus der vorgenommenen Diskontierung. Die zum Bewertungsstichtag vorhandene verfügbare Liquidität sei in der für Zwecke von Investitionen und Schuldentilgung verfügbaren Liquidität berücksichtigt; in den Folgejahren werde die maximal ausschüttungsfähige Liquidität den Anteilseignern in der Wertableitung zugerechnet. Allein eine Veräußerungsabsicht wie bei den Anteilen an der Landkreiswohnungsbau Unterallgäu GmbH rechtfertige noch nicht die Zuordnung zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen; dies gelte in gleicher Weise für die zum Verkauf bestimmten Immobilien angesichts ihres Beitrags zum Unternehmenskonzept bis zum Zeitpunkt des Verkaufs. Der Wert der Marke „GBW“ könne nicht als Sonderwert berücksichtigt werden.
- b. Der Börsenkurs der GBW AG sei unter Berücksichtigung der höchstrichterlichen Rechtsprechung zum maßgeblichen Referenzzeitraum zutreffend ermittelt worden.



- c. Über den Ansatz des Liquidationswerts rechtfertige sich keine höhere Barabfindung, nachdem dieser zum einen sachgerecht unter Berücksichtigung vorhandener stiller Reserven und des steuerlichen Einlagenkontos ebenso zutreffend wie die Marktwerte der Verbindlichkeiten ermittelt worden sei; zum anderen könne er wegen der nicht geplanten Beendigung des Geschäftsbetriebs oder dauerhaft fehlender Gewinnerwirtschaftung ohnehin nicht in Betracht gezogen werden.

Vorerwerbspreise seien im Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht genannt. Warum in der Ermittlung der Abfindung und in den dieser Ermittlung zugrunde liegenden Bestimmungen ein Verstoß gegen Investitionsschutzabkommen liegen solle, bleibe unklar.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 10.10.2014 (Bl. 222 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 223 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Bestellung des gemeinsamen Vertreters im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt namentlich die Problematik der Unabhängigkeit der Planung von Einflüssen durch die Antragsgegnerin und bei den konkreten Planannahmen das ab Ende der Detailplanungsphase unterbleibende Veräußern von Immobilien. Ebenso müsse die Annahme zu den durchsetzbaren Mietsteigerungen angesichts der Lage der Immobilien in unterschiedlich nachhaltig aufsteigenden Städten und Großstädten ebenso als unplausibel angesehen werden wie die deutlich zu hoch angesetzte Leerstandsquote, die lineare Steigerung des Personalaufwands sowie die Annahmen zu den Thesaurierungs- bzw. Ausschüttungsquoten in Phase I wie auch im Terminal Value. Zu rügen sei weiterhin der Kapitalisierungszinssatz mit der vorgenommenen unzulässigen Aufrundung und einem unzutreffenden Referenzzeitraum beim Basiszinssatz, mit der Notwendigkeit des Ansatzes eines deutlich niedrigeren unverschuldeten Betafaktors als 0,44 und dem Erfordernis einer Erhöhung



des Wachstumsabschlags. Eine Thesaurierung im bisher vorgehaltenen und sich jährlich erhöhenden Umfang übersteige erheblich den Bedarf zur Finanzierung des Wachstums in der Ewigen Rente und sei demzufolge nicht erforderlich.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 5.2.2015 und vom 28.5.2014 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer –

von

– angehört. Ferner hat das Gericht die Abfindungsprüfer mit Beschlüssen vom 5.2.2015 (Bl. 370 d.A.) und vom 28.5.2015 (Bl. 466 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, in schriftlichen Stellungnahmen ergänzende Aussagen zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung zu machen und Alternativberechnungen mit geänderten Kapitalisierungszinssätzen durchzuführen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 5.2.2015 (Bl. 338/370 d.A.) und vom 28.5.2015 (Bl. 439/466 d.A.) sowie die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachte ergänzende Stellungnahme vom 16.4.2015 (Bl. 377/387 d.A.) und die ebenfalls allen Beteiligten zugestellte ergänzende Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 29.6.2015 (Bl. 470/489 d.A.).

- c. Soweit die Antragstellerin zu 98) ihren Antrag zunächst an das Landgericht München I adressiert hat, hat sich die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I mit Beschluss vom 30.6.2014, Az. 38 O 11071/14 (Bl. 5/8 d.A. des Verfahrens 38 O 11071/14 für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren auf Antrag der Antragsgegnerin an die funktionell zuständige 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschluss vom 2.7.2014 (Bl. 9 d.A. des Verfahrens 5HK O 11071/14) – wie alle anderen unmittelbar bei dieser Kammer für Handelssachen eingegangenen weiteren Anträge auch – zu diesem führenden Verfahren 5HK O 5593/14 hinzuverbunden.



- d. Der Antragsteller zu 61) hat mit Schriftsatz seines Verfahrensbevollmächtigten vom 3.11.2015 (Bl. 518 d.A.) seinen Antrag zurückgenommen.
5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 5.2.2015 (Bl. 338/370 d.A.) und vom 28.5.2014 (Bl. 439/466 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind – soweit über sie noch zu entscheiden ist – zulässig und begründet; die angemessene Barabfindung war auf € 21,97 festzusetzen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller, über die nach Rücknahme des Antrags des Antragstellers zu 61) noch zu entscheiden war, sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses am 5.3.2014 Aktionäre der GBW waren.
 - a. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden rechtzeitigen Sachvortrag der Antragsteller zu 1) bis 59) und zu 62) bis 98) entweder von vorn herein nicht bestritten oder spätestens in der mündlichen Verhandlung vom 28.5.2015 unstreitig gestellt; mithin gilt der entsprechende Sachvortrag



dieser Antragsteller gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.

- b. Der Antragsteller zu 60) hat mit Schriftsatz vom 3.11.2015 eine Bescheinigung der Deutsche Bank AG als depotführende Bank vorgelegt, aus der seine Aktionärserschaft zum maßgeblichen Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister abzuleiten ist. Aus dieser Bescheinigung ergibt sich nämlich, dass der Antragsteller zu 60) eine Aktie der Gesellschaft am 13.8.2013 erworben hat und wiederum eine Aktie am 10.3.2015 zu einem Preis von € 21,32 ausgebucht wurde. Angesichts des Inhalts dieser Bankbescheinigung, an der zu zweifeln keinerlei Anlass besteht, steht zur Überzeugung des Gerichts fest, dass die Aktionärserschaft auch am Tag der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses bestanden haben muss – andernfalls wären entsprechende Eintragungen in dem Kontoauszug vorgenommen worden.
2. Die Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I als örtlich zuständigem Gericht eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 6.3.2014 erfolgte, weshalb die Frist am 6.6.2014 endete. An diesem Tag gingen die Anträge der Antragsteller spätestens zumindest per Telefax und damit fristwährend beim Landgericht München I ein. Dies gilt auch für den am 6.6.2013 bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e GVG funktionell zuständigen Zivilkammer des Landgerichts München I eingegangenen Antrags der Antragstellerin zu 98). Daher kann auch insoweit an der Fristwahrung kein Zweifel bestehen, auch wenn der Verweisungsbeschluss der 38. Zivilkammer an die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I erst nach dem Ende der Antragsfrist erfolgt.



3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 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, 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, S. 34 ff.; 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 die angemessene Barabfindung € 21,97 je Aktie beträgt und die Verzinsung in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz ab dem 7.3.2014 auszusprechen war.

Aufgrund von § 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. 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 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.; 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 18684/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der GBW 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) Die Abfindungsprüfer führten eine ordnungsgemäße Vergangenheitsanalyse durch. Diese verfolgt vor allem den Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognose hinreichend zuverlässig ist. Dabei muss das



Heranziehen von zwei Jahren – also den beiden der Detailplanungsphase unmittelbar vorangehenden Jahren 2011 und 2012 – als Grundlage der Analyse als ausreichend angesehen werden. Die Abfindungsprüfer verwiesen zur Begründung nachvollziehbar auf das sehr stabile Grundgeschäftsmodell der Gesellschaft mit der Vermietung relativ homogener Wohnungsbestände hin. Dabei gab es keine großen Unstetigkeiten, wobei sich dies vor allem auf die wesentlichen Komponenten der Mieterträge und der Bewirtschaftungskosten bezieht, wo die Entwicklung in der Planung recht konsistent zu den Zahlen der Vergangenheit verlief. Allein der Umstand, dass es in der Detailplanungsphase zu einer höheren Zahl von Abverkäufen im Zusammenhang mit der Portfoliobereinigung kommen soll, kann den Grundgedanken eines sehr stabilen Geschäftsmodells nicht in Frage stellen, zumal es auch in den Jahren 2011 und 2012 Verkäufe gab, die aber ausweislich der G+V-Rechnung bei weitem nicht so hohe Erträge erzielten, wie dies für die Jahre 2013 bis 2015 in der Planung angesetzt und berücksichtigt war.

- (b) Weiterhin muss davon ausgegangen werden, dass angesichts der zu beobachtenden Planungstreue in der Vergangenheit keine systematisch fehlerhafte Planung durchgeführt wurde, wie die Erkenntnisse von

ergeben haben. Für die Jahre 2011 und 2012 wurden den Prüfern die Zahlen mit einem Plan-Ist-Vergleich vorgelegt. Die daraus erkennbaren Abweichungen wurden erläutert, weshalb daraus gerade kein Rückschluss auf eine unsystematische Vorgehensweise der Organe der GBW AG gezogen werden kann. Als Beispiel für eine nachvollziehbare Abweichung zu den Planzahlen wurde beispielsweise die Veräußerung von 36 Wohnungen in Hammelburg im Jahr 2012 genannt, obwohl als



Zeitpunkt der Veräußerung erst das Jahr 2013 geplant war. In gleicher Weise gab es Abweichungen auch in der umgekehrten Richtung dergestalt, dass die Planung einen früheren Verkauf ansetzte. Bei der normalen Bewirtschaftung lagen die Abweichungen niedriger und wurden den Prüfern gleichfalls entsprechend erläutert hinsichtlich der Gründe. Angesichts dessen muss von einer hinreichenden Planungstreue ausgegangen werden.

- (c) Aus der Art und Weise des Planungsprozesses kann nicht auf eine unzutreffende Vorgehensweise, die zu unangemessenen Ergebnissen führen könnte, geschlossen werden. Vor allem gewannen die Prüfer keine Erkenntnisse zu einer Einflussnahme seitens der Antragsgegnerin auf den Planungsprozess. Im Termin zur mündlichen Verhandlung erläuterten die Abfindungsprüfer den Planungsprozess dergestalt, dass es einen rollierenden Prozess gab, wobei die Planungen mehrfach überarbeitet wurden. Es existierte ein im August 2013 erarbeiteter Entwurf, der dann auch vom Aufsichtsrat Anfang September 2013 verabschiedet wurde. Bereits zu Beginn der Prüfung erhielten entsprechende Planzahlen, die dann im Laufe der Zeit bis zur Verabschiedung fortentwickelt wurden, was seine Ursache in Verschiebungen bezüglich des Zeitpunkts geplanter Veräußerungen hatte.

Die Marktmiete wurde zweimal jährlich standardmäßig anhand der Immobiliengutachten von ermittelt. Die Ansätze zum Umfang von Mieterhöhungen resultieren aus den Mietverträgen und im öffentlich geförderten Wohnungsbau aus den Förderbedingungen. Gerade diese Vorgehensweise kann nicht beanstandet werden.



- (d) Für eine die Planannahmen in unzulässiger Art und Weise verfälschende und eine daraus resultierende Unangemessenheit der Barabfindung sieht die Kammer nach dem Ergebnis der Anhörung keine Anhaltspunkte. wies zur Erläuterung diesbezüglich darauf hin, bei den Gesprächen vor Ort sei nie auf Planungsinhalte Einfluss genommen worden; lediglich bei dem Kick Off-Meeting habe als Vertreter der Antragsgegnerin teilgenommen. Bei den Gesprächen, die von den Abfindungsprüfern geführt wurden, war entsprechend ihrer Aussage kein Vertreter der Antragsgegnerin anwesend. Soweit die Antragsgegnerin die strategische Entscheidung zum Abverkauf in der Detailplanungsphase veranlasste, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf eine unsachgemäße Planung.

wies darauf hin, keine Anhaltspunkte für eine Einflussnahme auf die konkrete Ausgestaltung hinsichtlich der Auswahl der zu veräußernden Objekte und des Zeitablaufs gewonnen zu haben. Allein der Umstand, dass rechtlich gesehen die Antragsgegnerin als neuer Großaktionär eine Entscheidung zum strategischen Verkauf nicht erzwingen kann, weil der Vorstand einer Aktiengesellschaft aufgrund von § 76 Abs. 1 AktG die Gesellschaft eigenverantwortlich leitet, führt nicht zur Annahme einer unplausiblen Planung. Wesentlich ist nämlich, ob der Vorstand sich dies als unternehmerische Entscheidung zu Eigen macht. Dann aber muss dieser Umstand auch in einem Spruchverfahren hingenommen werden und kann nicht korrigiert werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 5.5.2014, Az. 31 Wx 366/13; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Angesichts der Aussagen der Abfindungsprüfer zur Ausgestaltung des zur Veräußerung bestimmten Portfolios kann auch nicht angenommen werden, der Entscheidung fehle jegliche sachliche Rechtfertigung und könne deshalb im Spruchverfahren nicht zugrunde gelegt werden. Dabei muss



vor allem berücksichtigt werden, dass die erwarteten Verkaufserlöse mit dem Fair Value entsprechend den Gutachten von abgeglichen wurden und durch die Veräußerungen erhebliche Gewinne erzielt werden sollten. Im Vergleich zum Fair Value der zum Stichtag der Hauptversammlung bereits bekannten Immobilien sollte ausweislich der Planansätze ein Gewinn von € 55 Mio. gemacht werden; bezogen auf den Buchwert nach IFRS sind dies etwa 41 %.

- (e) Die Planung selbst stammte von der Gesellschaft, nicht von den Bewertungsgutachtern. Soweit die Wirtschaftsprüfer von Anpassungen vornahmen, betraf dies das positive Zinsergebnis sowie die Steuerrechnung für die Grobplanungsphase der Gesellschaft ab 2017 ff.; in diesem Zeitraum lagen bereits keine konkreten Planungen der Gesellschaft mehr vor. Angesichts dessen musste dies von den Bewertungsgutachtern fortgeschrieben werden. Dabei bauten sie indes auf dem Planungsschema des Unternehmens auf. Aus diesem Umstand der Neuberechnung des Zins- und des Steuerergebnisses kann jedoch nicht auf die mangelnde Verwertbarkeit der Planannahmen geschlossen werden. Diese Maßnahmen beruhen allein auf der bewertungstechnischen Modellierung durch die Wirtschaftsprüfer der Bewertungsgutachterin.

- (2) Die Planung selbst ist zur Überzeugung der Kammer plausibel und bedarf folglich keiner Korrekturen.

- (a) Dies gilt zunächst hinsichtlich der Umsatzplanung für den Zeitraum der die Jahre 2013 bis 2016 umfassenden Phase I.

- (aa) Die Planung der Soll-Mieten kann nicht als unplausibel bezeichnet werden. In den Jahren 2013 und 2014 erfolgte



sie bottom up durch die zuständigen Niederlassungen unter Einbeziehung geplanter Modernisierungsmaßnahmen und Bestandsveränderungen sowohl im frei finanzierten als auch im geförderten Mietwohnungsbau. Ab dem Jahr 2015 kam es im frei finanzierten Wohnungsbau zu einer Fortschreibung der Planannahmen unter Beachtung bestimmter Prämissen. Sie baut auf einer hinreichenden, systematischen Informationsbasis auf, in dem es eine Aufstellung gab, die im Wesentlichen das Objekt, die Stadt, die Zahl der Wohnungen in diesem Objekt, die zu erzielende Marktmiete und die Frage der Finanzierung aufführte. Sodann wurde darauf aufbauend systematisch nach der Eingruppierung "Wohnung – Gewerbe – Stellplätze" geplant. Die Ermittlung der Marktmiete erfolgte auf der Grundlage der Immobiliengutachten von

Bei den Soll-Mieten wurden die Mietverträge zugrunde gelegt und im öffentlich geförderten Wohnungsbau ergänzend die Förderbedingungen berücksichtigt. Bei der Ableitung der Entwicklung der Miethöhen und deren Anpassung an gesetzlich zulässige Mieterhöhungen wurden im öffentlich geförderten Wohnungsbau die Vorgaben zum Umfang zulässiger Mieterhöhungen beachtet. Dabei ging die Planung bei preisgebundenem Wohnraum von einer alle drei Jahre möglichen Anpassung aus, wobei eine 2 %-ige Steigerung angenommen wurde, die dann auf drei Jahre verteilt wurde, weshalb die Planung bis zum Ende der jeweiligen Mietpreisbindung jeweils einen Anstieg in Höhe von 0,66 % pro Jahr ansetzte. Nach dem Auslaufen der Mietpreisbindung wurde die Miethöhe unter Beachtung der dann maßgeblichen Bestimmung des § 558 BGB fortgeschrieben, wonach die Miete alle drei Jahre bis zur ortsüblichen Vergleichsmiete unter Beachtung einer Kap-



pungsgrenze von 20 % bzw. 15 % in solchen Gebieten erhöht werden kann, in denen die ausreichende Versorgung der Bevölkerung mit Mietwohnungen zu angemessenen Bedingungen besonders gefährdet ist und die Landesregierungen diese Gebiete entsprechend durch Rechtsverordnung bestimmt haben.

Im frei finanzierten Wohnungsbau berücksichtigte die Planung die gesetzlichen Möglichkeiten des § 558 BGB mit den dort genannten Grenzen – ortsübliche Vergleichsmiete und Kappungsgrenze. Die hierbei angenommenen Mietsteigerungen bedürfen hinsichtlich der anzusetzenden Werte keiner Korrektur. Die Planung ließ sachgerecht die unterschiedlichen Standorte einfließen. Für den Ballungsraum München, in dem die Situation am Mietwohnungsmarkt – bedingt insbesondere auch durch die wirtschaftliche Attraktivität des Großraums München – zweifelsohne angespannt ist, gingen die Planannahmen nach den konkreten Ansätzen für die Objekte in den Jahren 2013 und 2014 ab dem Jahr 2015 von einer jährlichen Mietsteigerung um 4 % aus und damit von einer deutlich höheren Steigerungsrate als in anderen Regionen Bayerns. So wurde beispielsweise in Regensburg ein Wachstum von lediglich 2,5 % unterstellt, nachdem dies kein so durch Wohnungsmangel geprägter Ballungsraum wie München ist.

Angesichts dessen kann ein Wachstum der Miete von 2,7 % p.a. im Durchschnitt nicht als unplausibel eingestuft werden. Dieser Wert umfasst die verschiedenen Standorte der Gesellschaft wobei für den Ballungsraum München, in dem ungefähr 25 % der Objekte der Gesellschaft liegen,



mit 4 % ein weit überdurchschnittlicher Wert herangezogen wurde.

Die angenommenen Mieten für die erstmalige Vermietung bei einem Neubau wurden entsprechend dem Marktniveau angesetzt.

führte hierzu erläuternd aus, dass in München im Jahr 2017 ein Objekt mit 2000 m² Wohnfläche in einer absoluten Spitzenlage in die Planung eingehen wird, für das ein Mietzins von € 16,25 je m² angesetzt wurde. Im Jahr 2016 fertig zu stellende Neubauprojekte flossen noch für drei Monate als vermietbare Einheit ein. Dabei wiesen die Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin und die im Termin anwesende Mitarbeiterin von ergänzend darauf hin, dass für Erstvermietungen aufgrund der Erkenntnisse der Gutachten von die höchst mögliche am Markt erzielbare Miete angesetzt wurde und gerade keine Orientierung am Mietspiegel erfolgte. Daraus muss dann aber die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die erst nach dem Stichtag der Hauptversammlung vom Deutschen Bundestag verabschiedete "Mietpreisbremse" aus dem Gesetz zur Dämpfung des Mietanstiegs auf angespannten Wohnungsmärkten und zur Stärkung des Bestellerprinzips bei der Wohnungsvermittlung (Mietrechtsnovellierungsgesetz – MietNovG) vom 21.4.2015, BGBl I S. 610 keine Berücksichtigung gefunden haben kann. Daher spielt auch keine Rolle, dass es nach dem Vortrag der Antragstellerinnen zu 29) und 30) beispielsweise in Würzburg keinen qualifizierten Mietspiegel geben soll.

Bei Wiedervermietungen nach dem Auszug eines Mieters kann die gewählte Vorgehensweise bei den Planannahmen nicht beanstandet werden, auch wenn den Abfin-



dungsprüfern keine Zahlen zum prozentualen Umfang einer Mieterfluktuation in den Jahren 2011 bis 2013 vorlagen. Die Planung berücksichtigt nämlich eine Erhöhung bis hin zur Marktmiete und geht von dem Einnahmen maximierenden Vermieter aus. Mieterwechsel sind der Planung immanent, ohne dass dies gesondert ausgewiesen wurde. Zudem muss berücksichtigt werden, dass im Falle des Auszugs auch Sanierungskosten anfallen, die dann gegenüber einer höheren Miete in der Detailplanungsphase gegengerechnet werden müssten.

- (bb) Der Plausibilität der Planannahmen zu den erzielbaren Umsätzen steht die Annahme einer Leerstandsquote und von Erlösschmälerungen in Höhe von insgesamt 2,6 % in den Jahren 2014 bis 2016 nicht entgegen. Die Planung der Leerstandsquote für die Jahre 2013 und 2014 wurde wiederum von den einzelnen Niederlassungen angefertigt, wobei sie für privatisierte Wohnungen eine höhere Leerstandsquote ansetzt. Herr [redacted] erläuterte dabei, dass höherpreisige Wohnungen länger leer stünden als die preisgünstigeren im Verhältnis zum jeweiligen Markt, wobei dies nicht nur für München gelte. Allein aus einer im Geschäftsbericht für das Jahr 2013 genannten Leerstandsquote von 1,62 % lässt sich nicht die mangelnde Plausibilität der Planung für die Phase I ableiten, weil sich die Leerstandsquote auf die einzelnen Wohneinheiten bezieht, was sich angesichts unterschiedlicher Bezugspunkte nicht mit den Erlösschmälerungen vergleichen lässt, nachdem in diesen auch die Mietminderungen enthalten sind.

Der Ansatz von Erlösschmälerungen, die sich aus Leerständen sowie Mietminderungen zusammensetzen, wurde



von den Abfindungsprüfern insbesondere auch unter Hinweis auf einen Vergleich mit den Peer Group-Unternehmen zu Recht als nachvollziehbar beschrieben. Die gesamte Peer Group wies in den Jahren 2011 und 2012 im Durchschnitt eine Leerstandsquote von rund 6 % auf. Herr [redacted] erläuterte zudem, dass bei den mit der GBW AG besonders gut vergleichbaren Gesellschaften GSW Immobilien AG und Deutsche Wohnen AG Werte zwischen 3,4 % und 2,4 % zu verzeichnen waren. Damit liegt der Ansatz von Erlösschmälerungen aufgrund von Leerstand am unteren Rand der Werte anderer vergleichbarer Unternehmen. Gerade auch deshalb müssen die angesetzten Annahmen als plausibel bezeichnet werden, nachdem die von [redacted] genannten vergleichbaren Gesellschaften ein Portfolio mit Wohnimmobilien in den Innenstädten von Frankfurt am Main und Berlin haben, Gewerbeeinheiten vermieten und auch einen nennenswerten Anteil von öffentlich gefördertem Wohnraum aufweisen. Gerade der Vergleich mit diesen beiden Unternehmen erhellt, dass eine noch geringere Leerstandsquote und daraus abgeleitet auch geringere Erlösschmälerungen kaum realistisch sein werden. Angesichts dieser sachgerechten Vergleichsüberlegungen erschließt sich der Kammer nicht, warum die Prüfer nicht in der Lage gewesen sein sollen, die Leerstandsquote, wie sie für die Zukunft prognostiziert worden ist, sachgerecht zu überprüfen.

Der teilweise geforderte Ansatz einer Leerstandsquote von „null“ kann nicht als realistisch bezeichnet werden. Zum einen ist zu berücksichtigen, dass der Wohnungsmarkt in Ballungszentren bereits zum Stichtag der Hauptversammlung im November 2013 als sich nicht mehr im



Gleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage befindlich bezeichnet werden muss und es dennoch zum Leerstand von Wohnungen kam. Dies resultiert schon aus dem Erfordernis gewisser Sanierungsmaßnahmen nach dem Auszug eines Mieters, während deren Vornahme die Wohnung eben nicht vermietet werden kann bzw. bei Abschluss eines Mietvertrags der Mieter gegebenenfalls wegen Unbewohnbarkeit ein 100 %-iges Minderungsrecht geltend machen kann und der vermietenden Gesellschaft somit keine Mieteinnahmen zufließen. Zum anderen muss davon ausgegangen werden, dass insbesondere der im Schriftsatz der Antragsteller zu 1) bis 6) vom 23.10.2015 angesprochene Zustrom namentlich von Bürgerkriegsflüchtlingen aus Syrien zum Stichtag der Hauptversammlung jedenfalls in dieser Dimension keinesfalls absehbar und folglich nicht in der Wurzel angelegt war. Abgesehen davon wird ein erheblicher Teil dieser Flüchtlinge nicht auf dem frei finanzierten Wohnungsmarkt in Ballungszentren mit hohem Mietniveau als Nachfrager nach Mietwohnungen auftreten können.

Soweit in der mündlichen Verhandlung vom 5.2.2015 die Frage aufgeworfen wurde, inwieweit den Prüfern bekannt sei, dass bei öffentlich gefördertem Wohnraum versucht worden sein soll, höhere als die gesetzlich zulässigen umlagefähigen Kostensteigerungen durchzusetzen, kann daraus nicht auf die fehlende Plausibilität der Planung geschlossen werden. Zum einen wies Herr [Name] darauf hin, ihm sei dies aus der Prüfung nicht bekannt worden. Zum anderen ist diese Rüge auch aus Rechtsgründen unbeachtlich, weil sich bei gegen die Vorgaben aus § 28 WoFG bzw. für den bis zum 31.12.2001 erstmals geförderten Wohnungsbestand aus den Vorgaben der §§



8 bis 8 b WoBindG verstoßenden Mieterhöhungen ein Anspruch des Mieters auf Rückzahlung aus dem Tatbestand der Leistungskondition des § 812 Abs. 1 Satz 1 1. Alt. BGB begründen lässt (vgl. LG Berlin GE 2002, 802 m. Anm. Schach GE 2002, 778 f.).

Soweit im Schriftsatz der Antragstellerinnen 29) und 30) vom 17.11.2015 neuer Sachvortrag zur Problematik insbesondere auch der Mieterhöhungen in München geleistet wurde, muss die Kammer nicht abschließend entscheiden, ob dies noch der Verfahrensförderung vereinbar ist, wie dies in §§ 9, 10 SpruchG vorgesehen ist. Die angesprochenen Vereinbarungen mit Mietern in München datieren vom November 2014 und können daher zum Bewertungsstichtag am 28.11.2013 nicht herangezogen werden, um die Plausibilität der Planannahmen infrage zu stellen.

- (cc) Die Annahme sinkender Soll-Mieten in der Planung begründet ungeachtet der Marktgegebenheiten nicht die Unplausibilität der Planannahmen zu den Umsatzerlösen. Die Ursache für den Rückgang der absoluten Zahlen liegt in der während der Phase I geplanten Veräußerung von Wohneinheiten, weshalb insgesamt die zu vermietende Fläche sinkt. Die Mieterlöse steigen indes je m², wobei dies sowohl für die Soll- als auch für die Ist-Miete gilt, wobei bei den Soll-Mieten die bereits angesprochenen Erlöschmälerungen abzuziehen sind.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, es müsse bei einem Wohnungsbauunternehmen wie der GBW AG zu einer Kompensation durch geplante Zukäufe kommen. Die unternehmerische Entscheidung des Vorstands der Gesellschaft verfolgte das Ziel, den Wohnungsbestand der



Gesellschaft zu reduzieren. Demgemäß sollen im Zeitraum von 2013 bis 2015 vor allem in strukturschwachen Regionen und im Falle der Möglichkeit der Realisierung von Gewinnmöglichkeiten eine Veräußerung von insgesamt 4.488 Wohneinheiten mit einer Gesamtwohnfläche von über 276.343 m² durch Einzelprivatisierung und Blockverkäufe vorgesehen. Zudem sollen 35 Gewerbeeinheiten mit einer Fläche von 6.645 m² sowie 2.973 Garagen und Stellplätze veräußert werden. Die Kompensation durch Zukäufe sah Investitionen in einer Größenordnung von € 285 Mio. vor, die sich indes "nur" auf 1.337 Wohneinheiten mit einer Fläche von 91.211 m², aber auch auf den Neubau von vier Gewerbeeinheiten mit 463 m² und 958 Garagen und Stellplätzen bezogen. Der Schwerpunkt dieser Investitionen, die nach den zugrunde zu legenden Annahmen den Veräußerungsverlust gerade nicht aufwiegen können, lag dabei in den Kernstandorten Nürnberg und Regensburg, worauf der Vertreter der Antragsgegnerin im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 5.2.2015 hinwies, nachdem es gerade in München schwierig ist, ein rentables Objekt zu finden. Im Einzelfall könne danach auch in einer Randlage investiert werden, wenn sich dort ein wirtschaftlich rentables Objekt zeige und realisieren lasse. Die Gegenüberstellung von Ver- und Zukäufen zeigt, dass die Zahl der Wohn- und Gewerbeeinheiten im Laufe der Detailplanungsphase entsprechend den Vorgaben des Vorstandes zurückgehen wird. Diese strategische Entscheidung kann durch das Gericht im Rahmen eines Spruchverfahrens nicht in Frage gestellt werden, nachdem es jedenfalls nachvollziehbar ist, wenn sich ein Unternehmen auf seine Kernstandorte in bestimmten Regionen Bayerns konzentrieren will.



(dd) Die Möglichkeit von Mieterhöhungen aufgrund von Modernisierungsmaßnahmen gemäß § 559 BGB floss hinreichend in die Planung der GBW AG ein, auch wenn dies dort nicht gesondert ausgewiesen wurde. Der Vorstand der Gesellschaft wies im Termin vom 28.5.2015 zu diesem Komplex auf den Umstand hin, dass die Planungssystematik der Gesellschaft unverändert fortgeführt worden sei und Mieterhöhungen im Zusammenhang mit Modernisierungen nie gesondert ausgewiesen worden seien. Die Planung erfolgte über alle Standorte hinweg, wobei der Vorstand der GBW AG zudem darauf hinwies, dass die gesetzliche Höchstgrenze von 11 % aus § 559 BGB am Markt nicht durchsetzbar sei. Auch ist hier zu berücksichtigen, dass die Planung die optimale Marktmiete zugrunde legte, die für die einzelnen Wohnungen auf der Basis der Gutachten von [redacted] angesetzt wurde. Weiterhin verwies [redacted] auf die Berücksichtigung der sozialen Mietsituation in den Bestandsmieten, wo die GBW AG kein Interesse daran habe, bei sozial schwächer gestellten Mietern „Entmietungen“ durchzuführen. Wenn dieser Umstand in die Planung als begrenzender Faktor einfließt, ist dies im Spruchverfahren als Entscheidung der Gesellschaft hinzunehmen.

(ee) Die Erlöse aus den Umlagen "Betriebskosten/Heizkosten" sind zum Teil korrespondierende Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen und folglich nicht geeignet, die Annahmen zur Unternehmensbewertung in Frage zu stellen. Dabei war Ausgangspunkt für die Erlösplanung nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer die aus Erfahrungswerten der Vergangenheit beruhende Aufwandsplanung auf Niederlassungsebene, wobei die Gesellschaft



von einem auf die Mieter umlegbaren Betrag von € 2,-- je m² ausging. Die Werte aus der Aufwandsplanung sind überwiegend umlegbar, was sich dann in den sonstigen Erlösen widerspiegelt, wobei es zu Phasenverschiebungen kommen kann, wenn Aufwand und Erstattung möglich sind, ohne dass dies dann aber relevante Auswirkungen auf den Ertragswert der Gesellschaft haben könnte.

- (b) Die Aufwandsplanung für den Bereich der Modernisierung und Instandhaltung bedarf angesichts der Plausibilität der Ansätze keiner Korrektur.

- (aa) Die Annahme eines fehlerhaften Planansatzes ergibt sich nicht aus der Tatsache, dass die Instandhaltungskosten angesichts der in der Wohnungswirtschaft üblichen Höhe von unter € 10,-- je m² in Relation zu den Soll-Mieten im Jahr 2016 trotz des Abverkaufs um 20 % ansteigen sollen.

Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass der geplante Abverkauf von Wohnungen in den Jahren 2014 und 2015 einen Anstieg der Instandhaltungs- und Modernisierungsaufwendungen nach sich ziehen wird. Bereits der Prüfungsbericht von [redacted] weist nachvollziehbar darauf hin, dass dieser Anstieg der einmaligen Instandhaltungskosten, der entsprechend den erläuternden und nicht bestrittenen Ausführungen der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 19.2.2015 für das Jahr 2014 mit € 5,036 Mio. und im Jahr 2015 mit € 2,52 Mio. angesetzt wurde, auf der Überlegung beruhte, diese Aufwendungen seien erforderlich, um die Immobilie in einen veräußerungsfähigen Zustand zu versetzen, der dann auch geeignet ist,



den in die Planung eingeflossenen Verkaufspreis zu erzielen.

Ebenso wenig kann eine fehlerhafte Planung aus der Erwägung heraus begründet werden, der gewählte Ansatz bezüglich der Höhe halte einem Vergleich mit anderen Wohnungsbauunternehmen nicht Stand. Zieht man einen Vergleich mit der GAG-Immobilien AG, so kann der Ansatz von Modernisierungskosten von € 2,60 pro m² nicht als überhöht angesehen werden. Aus dem Geschäftsbericht dieser Gesellschaft ergibt sich nämlich, dass auf die Instandhaltung etwa 20 % der Sollmieten angesetzt werden, die im Geschäftsbericht für das Jahr 2014 mit € 6,50 je m² angegeben werden. Auch bei den Investitionen ergibt sich – umgerechnet auf die Nutzfläche – nach den Gesamtangaben hierzu im Geschäftsbericht ein Betrag von € 7,88 je m². Der tatsächliche Aufwand bei der GAG Immobilien AG liegt auch im Vergleich mit Peer Group-Unternehmen viel höher. Der Anstieg im Vergleich zum Jahr 2013 rechtfertigt sich bei der GBW AG aus dem Umstand, dass die aufwandswirksamen Modernisierungskosten im Jahr 2013 aufgrund des Eigentümerwechsels und der dadurch bedingten Verzögerungen der Abläufe im Aufsichtsrat der Gesellschaft sehr niedrig gewesen waren.

Auch aus einem Branchenvergleich rechtfertigt sich die Annahme einer mangelnden Plausibilität nicht, weil die Instandhaltungs- und Modernisierungskosten direkt im Aufwand gebucht wurden und deshalb darin Kosten enthalten sind, die eigentlich zu aktivieren gewesen wären. Die aufwandswirksamen Positionen belaufen sich in den Jahren der Detailplanungsphase auf € 12 Mio., € 13 Mio., € 16 Mio. sowie € 13 Mio.; umgelegt auf die gesamte Miet-



wohnfläche resultiert daraus dann ein deutlich unter dem Branchendurchschnitt liegender Wert. Ab dem Jahr 2017 rechtfertigt sich das Absinken aus der Überlegung heraus, dass der Modernisierungsaufwand für zusätzliche Wohnflächen mit „null“ angesetzt wurde.

- (c) Soweit es um die in der Planung erfolgten Ansätze für Personalkosten geht, müssen diese als plausibel bezeichnet werden, auch wenn die absoluten Zahlen herangezogen werden und die Personalaufwendungen mit Ausnahme von Sondereffekten um 2,5 % p.a. steigen. Bei der Überprüfung der Planung auf ihre Angemessenheit hin muss nämlich die in der Zukunft eintretende Veränderung der Mitarbeiterstruktur beachtet werden. Es sollte vor allem zu einem Abbau von Mitarbeitern mit unterdurchschnittlichem Einkommen, beispielsweise von geringfügig Beschäftigten, kommen, während andererseits ein Aufbau von Mitarbeitern im Bereich An- und Verkauf mit dann überdurchschnittlichem Einkommen vorgesehen war. Demgemäß soll die Anzahl der Mitarbeiter von 300 im Jahr 2012 nach einem Anstieg im Jahr 2013 auf 308 Mitarbeiter aber insgesamt auf 294 Mitarbeiter in den Jahren 2014 bis 2016 zurückgehen. Allerdings soll der durchschnittliche Personalaufwand pro Mitarbeiter angesichts der beschriebenen Entwicklung von € 61.000,-- zu Beginn der Detailplanungsphase auf € 71.000,-- am Ende von Phase I ansteigen. Auch ist für die Kammer der Hinweis seitens der Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin nachvollziehbar, dass ursprünglich für den Verkauf angestellte Mitarbeiter in der Lage sein werden, die vermieteten Objekte einer Wohnungsbaugesellschaft zu betreuen. Zudem entsprach es der Planung der Gesellschaft, auch Objekte neu zu erwerben, weshalb ein Teil dieser Mitarbeiter mit diesem Geschäftsbereich befasst bleiben wird, auch wenn es zu einem Nettover-



lust von rund 3.000 Wohneinheiten kommen wird. Weiterhin war für das Jahr 2013 nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer eine Lohnkostensteigerung mit den Mitarbeitern bereits fest vereinbart. Die Umstrukturierung führt dann dazu, dass der Anstieg des Personalaufwandes insgesamt über der erwarteten Inflationsrate liegen kann.

In der Grobplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente werden dann die acht Mitarbeiter, die ausschließlich für die Verkäufe des Portfolios im Laufe der Detailplanungsphase von 2013 bis 2015 zuständig waren, wieder herausgerechnet, weshalb auch der Personalaufwand zum Beginn der Grobplanungsphase im Jahr 2017 nicht mehr mit € 21,01 Mio., sondern nur mehr mit € 20,229 Mio. und damit niedriger angesetzt wurde.

(d) Das Finanzergebnis wie auch die Ansätze zu den Unternehmenssteuern müssen nicht geändert werden, weil die insoweit getroffenen Planannahmen als plausibel bezeichnet werden müssen.

(aa) Die Berücksichtigung von Zinsaufwendungen für Pensionsverpflichtungen ist nicht zu beanstanden. Entsprechend den Erläuterungen der Abfindungsprüfer fallen diese Zinsaufwendungen tatsächlich an, nachdem die Rechnungslegung bei der GBW AG nach IFRS erfolgte. Dabei muss der Zinsaufwand aus der Rückstellung, der bilanzrechtlich gebildet werden muss, ertragsmindernd in die Unternehmensbewertung einfließen. Es handelt sich dabei nämlich letztlich um eine Schulddposition gegenüber einem Mitarbeiter, dem dann die Zinsen faktisch gutgeschrieben werden; bei einer Pensionsrückstellung muss im Rahmen einer in die Zukunft gerichteten Unternehmensbewertung beachtet werden, dass diese bislang nicht cash-



wirksamen Verpflichtungen tatsächlich einmal ausbezahlt werden müssen.

- (bb) Gegen den Ansatz der Zinssätze für Guthaben und Verbindlichkeiten können keine durchgreifenden Einwände erhoben werden. Die Zinsen auf die Nettoschulden wurden ausweislich der Erläuterungen von Frau Jacobs aus großen Dateien abgeleitet, in die über 100 Darlehensverträge eingeflossen sind, aus denen sich dann Durchschnittzinssätze von 3,71 % für das Jahr 2013, von 3,73 % für das Jahr 2014, von 3,51 % für 2015 sowie von 3,17 % für das Jahr 2016 ergeben. Mit dem letztgenannten Zinssatz wurde auch in der Grobplanungsphase und dem Terminal Value nachhaltig gerechnet. Angesichts eines zugrunde gelegten Basiszinssatzes von 2,75 % muss ein Spread von 42 Basispunkten im letzten Jahr der Detailplanungsphase und in der Nachhaltigkeit als sehr niedrig angesehen werden.

Bei den Habenzinsen waren in den Jahren der Detailplanungsphase 1,08 %, 0,57 %, 0,61 % sowie 0,60 % angesetzt. Nachdem kurzfristig angelegtes Geld deutlich weniger Zinsen erbringt, waren die Zinssätze demgemäß auch deutlich niedriger anzusetzen, woraus sich dann Finanzerträge von € 110.000,-- im Jahr 2013, € 78.000,-- im Jahr 2014, € 83.000,-- im Jahr 2015 und € 79.000,-- im Jahr 2016 ergeben.

- (cc) Die Finanzplanung der Gesellschaft bedarf auch mit Blick auf die Verwendung der erwarteten Veräußerungserlöse und des Zinsergebnisses keiner Korrektur, nachdem diese dort stringent abgebildet werden, wie die Prüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 16.4.2015 eingehend



erläutert haben. Die Finanzplanung oder Cash flow-Rechnung setzt sich zusammen aus dem Cash flow aus operativer Tätigkeit, dem Cash flow aus Investitionstätigkeit sowie dem Cash flow aus Finanzierungstätigkeit. Der gesamte Cash flow entspricht der Veränderung des Zahlungsmittelbestandes in der Bilanz zum jeweiligen Stichtag. Die Prüfer stellten in dieser Stellungnahme dar, wo und in welchem Umfang sich die Erlöse aus der geplanten Veräußerung von Immobilien niederschlagen. Im Jahresüberschuss sind die Veräußerungsgewinne als Differenz zwischen den Erlösen und den Buchwerten der Immobilien enthalten. Weiterhin muss in der Cash flow-Rechnung neben den Veräußerungsgewinnen auch der Abgang der Buchwerte der entsprechenden Immobilie erfasst sein. Der aus dem Abgang der Buchwerte der im Umlaufvermögen gehaltenen Vorratsimmobilien sich ergebende Liquiditätseffekt in Höhe von € 2,108 Mio. ist in der Cash flow-Rechnung ein Teil der Veränderungen des Net Working Capitals; der weitaus höhere Liquiditätseffekt resultiert bei der GBW AG indes aus dem Abgang der zum Verkauf vorgesehenen Immobilien, der in der Cash flow-Rechnung in der Position „Buchwert der verkauften Immobilien“ erfasst ist. Insgesamt beträgt danach der Cash flow aus der Veräußerung von Immobilien im Jahr 2013 € 101,965 Mio., im Jahr 2014 € 178,89 Mio. und letztmalig im Jahr 2015 € 190,617 Mio.

Die Cash flow-Rechnung der Gesellschaft insgesamt macht darauf aufbauend deutlich, wie die liquiden Mittel in jedem Jahr verwendet werden sollen. Dabei fließt der wesentliche Teil in Investitionen für als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien, in die Rückführung von verzinsli-



chem Fremdkapital sowie in die Ausschüttungen an die Aktionäre entsprechend der nachstehenden Tabelle:

	202			
Jahresüberschuss vor Minderheiten	82.215	112.717	100.703	78.245
<i>darin enthaltenes Bewertungsergebnis</i>	<i>28.268</i>	<i>55.927</i>	<i>29.858</i>	<i>40.669</i>
<i>darin enthaltene Veräußerungsgewinne</i>	<i>31.378</i>	<i>47.362</i>	<i>55.385</i>	<i>0</i>
+ Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	996	1.323	1.305	1.304
+/- Veränderung Net Working Capital	7.112	24.784	20.177	11.454
- Bewertungsergebnis	-28.268	-55.927	-29.858	-40.669
Cash Flow aus operativer Tätigkeit (inkl. Steuern und Finanzergebnis)	62.055	82.897	92.326	50.334
+ Buchwert der verkauften Immobilien	68.479	131.529	135.232	0
- Investitionen in als Finanzinvestition gehaltene Immobilien	-43.593	-83.539	-103.548	-54.833
- Investitionen in sonstiges Anlagevermögen	-433	-1.310	-446	-454
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	24.452	46.679	31.238	-55.288
+/- Veränderung der Finanzschulden	-19.745	-35.840	-13.370	10.551
+/- Veränderung der sonstigen langfristigen Verbindlichkeiten	-616	-124	-134	-144
+/- Veränderung der derivativen Finanzinstrumente	-703	-10.374	-5.539	0
+/- Veränderung der Rückstellungen für Pensionen	219	-352	-231	-267
+/- Veränderung des verzinslichen Fremdkapitals	-20.845	-46.691	-19.274	10.140
+/- Sonstige Veränderungen des Eigenkapitals	218	10.440	5.483	-8
- Ausschüttung an Aktionäre der GBW	-61.441	-92.456	-108.593	-5.223
- Ausschüttung an Minderheitengesellschafter	-815	-1.066	-1.540	-89
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-82.882	-129.773	-123.923	4.820

Infolge der Rückführung des verzinslichen Fremdkapitals reduziert sich demgemäß auch der Zinsaufwand für die GBW AG in den Jahren der Detailplanungsphase unter Berücksichtigung des jeweiligen oben angeführten durchschnittlichen Fremdkapitalzinssatzes. Auch diese aus der Cash flow-Rechnung abgeleiteten Werte erhellen die Plausibilität der Planung des Finanzergebnisses der Gesellschaft.



- (ee) Das Steuerergebnis wurde aus den Steuerbilanzen abgeleitet. Dabei war namentlich zu berücksichtigen, dass der angesetzte Körperschaftsteuersatz gerade nicht aus dem IFRS-Abschluss abgeleitet werden kann. Die Abfindungsprüfer bestätigten in ihrem Bericht die Richtigkeit der Ableitung der Plannahmen zur Ertragsteuerbelastung.
- (e) Soweit der Ansatz einer die Jahre 2017 bis 2112 umfassenden Grobplanungsphase und erst daran anschließend die eigentliche Phase der Ewigen Rente infrage gestellt wurde, kann aus diesem Umstand die Unangemessenheit und fehlende Plausibilität der Planung nicht hergeleitet werden.
- (aa) Der Ansatz einer sich an die vier Jahre umfassenden Detailplanungsphase anschließenden Grobplanungsphase bedarf keiner Korrektur. Dies war notwendig geworden, weil mit Ablauf des Jahres 2016 noch kein eingeschwungener Zustand erreicht war. Dies ist nur 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 annahmegemäß 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; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 97).



Vorliegend kann dies allerdings nicht angenommen werden, weil öffentlich geförderte Objekte einer Mietpreisbindung unterliegen, weshalb sich diese von der Marktpreisentwicklung abkoppeln und erst nach dem Auslaufen der Mietpreisbindung eine sukzessive Anpassung an die ortsübliche Vergleichsmiete erfolgen kann. Ebenso musste der Umstand berücksichtigt werden, dass ein Teil der Objekte auf Erbbaugrundstücken errichtet wurde, weshalb es nach Auslaufen des Erbbaurechts aufgrund von § 30 ErbbauRG zu einem Wegfall der Vermieterstellung der Gesellschaft kommt und zudem der Wegfall der zugehörigen Kosten sowie die erwartete Entschädigung in die Planung einfließen müssen. Zudem gibt es eine Reihe geplanter Neubauprojekte, bei denen die erwarteten Soll-Mieten ab dem erwarteten Zeitpunkt der Fertigstellung zu berücksichtigen waren. Weiterhin berücksichtigt die Grobplanungsphase die Erträge aus Darlehensverzichten, wenn bestimmte Bedingungen im Rahmen von Förderdarlehen erfüllt und der Darlehensgeber deshalb auf einen Teil des Kapitaldienstes verzichtet.

Die Länge dieser zwischengeschalteten Phase bis einschließlich 2112 beruht auf der Erwägung, dass es entsprechend den Ausführungen der Prüfer im Termin vom 5.2.2015 Objekte gibt, bei denen die Mietpreisbindung bis in das Jahr 2080 läuft. Dann aber werden die nächsten Jahre noch benötigt, bis das Marktniveau und damit ein insgesamt eingeschwungener Zustand erreicht ist.

- (bb) Das Heranziehen des Jahres 2016 als Basisjahr erfolgte sachgerecht, wobei die Jahre von 2017 bis 2112 in eine gleichlautende Zahl auf der Grundlage der vorliegenden Erkenntnisse umgerechnet wurden. Das Jahr 2016 wurde



von den Prüfern eingehend analysiert und konnte zugrunde gelegt werden. Dabei war insbesondere zu beachten, dass ab diesem Jahr keine Abverkäufe mehr geplant waren. Dieser Umstand steht gerade nicht im Widerspruch zum Veräußerungsverhalten der Gesellschaft in der Vergangenheit. Herr _____ verwies in diesem Zusammenhang überzeugend darauf, dass eine Gesellschaft, die nach Fair Value bewertet und Substanz mit Buchgewinnen veräußert, es auf Dauer nicht fortsetzen kann, ihre vermietbaren Flächen um 10 %, wie dies in den Jahren 2013 bis 2015 geplant war, zu reduzieren. Eine derartige Vorgehensweise ginge an die Substanz des Unternehmens. Angesichts dessen konnte das Jahr 2016 als Grundlage für die Grobplanungsphase herangezogen werden.

(cc) Der Ansatz für die Grobplanungsphase bedarf keiner Korrektur, auch wenn für den Zeitraum ab 2017 ff. auf dem geringsten Jahresüberschuss der Planjahre aufgesetzt wurde. Die Prüfer wiesen – was sich letztlich schon aus ihren Ausführungen auf Seite 9 des Prüfungsberichts ergibt – im Rahmen ihrer Anhörung nochmals darauf hin, dass das eigentliche operative Ergebnis der Gesellschaft namentlich bei den Erlösen aus der Immobilienbewirtschaftung ab 2014 stetig anstieg – von € 210,06 Mio. über € 210,633 Mio. auf € 213,419 Mio. im Jahr 2016, während es ab 2017 ff. bei € 229,192 Mio. liegen soll. Der Rückgang des EBIT beruht ausschließlich auf der Entwicklung des Bewertungsergebnisses.

(dd) Dessen Entwicklung in der Grobplanungsphase muss allerdings nicht angepasst werden und rechtfertigt insbe-



sondere nicht den Schluss auf die Unangemessenheit der Barabfindung. Das Bewertungsergebnis selbst hat mit Ausnahme steuerlicher Effekte bereits keine Auswirkungen auf den Unternehmenswert. Beim Bewertungsergebnis handelt es sich nämlich um die buchhalterische Anpassung des bilanziellen Wertansatzes des Immobilienportfolios, die indes keinen Einfluss auf den Cash flow eines Unternehmens hat; das Bewertungsergebnis generiert demgemäß keine ausschüttungsfähigen Überschüsse (so auch LG Hamburg, Beschluss vom 29.6.2015, Az. 412HK O 178/12 – zit. nach juris). Die unterschiedlichen Bewertungsergebnisse insbesondere im Jahr 2014, aber auch im Jahr 2016 ergeben sich aus dem im Jahr 2014 dominierenden Multiplikatoreffekt. Der Fair Value als Basis für diesen Ansatz wurde in Phase I ausweislich der Ausführungen in der ergänzenden Stellungnahme vom 16.4.2015 anhand der erwarteten Soll-Mieten in Verbindung mit einem Multiplikator ermittelt, wobei im Jahr 2014 der Multiplikatoreffekt dominiert, während in den Jahren 2015 und 2016 das Bewertungsergebnis vor allem aus der Veränderung der Soll-Mieten beeinflusst wurde. Das Bewertungsergebnis in der Grobplanungsphase wurde dann darauf aufbauend mit einer Steigerung des Fair Value um 1,5 % p.a. fortentwickelt.

- (ee) Die in der Planung angesetzten Ergebnisse, die auch das Bewertungsergebnis berücksichtigen, bedürfen keiner Korrektur, wobei dies namentlich für den Ansatz auch der Gewerbesteuer bei den zu berücksichtigenden Ertragssteuern der GBW AG gilt. Zum einen hat die Antragsgegnerin darauf verwiesen, eine weitergehende Inanspruchnahme der erweiterten gewerbesteuerlichen Kürzung als



im Bewertungsgutachten auf Seite 16 dargestellt, komme nicht in Betracht, weil die dafür erforderlichen steuerlichen Voraussetzungen nicht erfüllt sind. Zum anderen aber verbietet sich die Berücksichtigung der Rüge eines unzutreffenden Ansatzes der gewerbesteuerlichen Vorgaben, weil diese von keinem der Antragsteller – auch nicht vom Antragsteller zu 87) – innerhalb der Frist des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG geltend gemacht wurde. Dies wäre indes erforderlich gewesen, um diesen Ansatz überhaupt berücksichtigen zu können. Bei dieser Frist von drei Monaten handelt es sich um eine materiell-rechtliche Ausschlussfrist. Demgemäß müssen Rügen von Antragstellern, die erstmals nach Fristablauf erhoben werden, bei der Überprüfung der Angemessenheit der Kompensationsleistungen außer Betracht bleiben; ein Nachschieben weiterer, neuer Begründungselemente in der Replik oder einem noch späteren Stadium des Verfahrens ist entgegen einer zum Teil in der Literatur vertretenen Auffassung (vgl. Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Vorb §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 25 und § 7 SpruchG Rdn. 28 ff; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 7 Rdn. 4) auch unter Berücksichtigung des Grundrechts auf rechtliches Gehör gem. Art. 103 Abs. 1 GG nicht statthaft. Der Zweck des auf Straffung und Beschleunigung ausgelegten Spruchverfahrensgesetzes würde verfehlt, wenn Antragsteller die Möglichkeit hätten, zu einem Zeitpunkt weit nach Ablauf der Antragsfrist erstmals neue Antragsgründe vorzubringen. Für den Ausschluss derartiger neuer Rügen spricht daneben auch die Vorschrift des § 8 Abs. 2 SpruchG, wo zwischen der Antragsbegründung und „weiterem schriftlichen Vorbringen“ differenziert wird (wie hier Klöcker/Frowein,



SpruchG, § 7 Rdn. 4 Krieger/Mennicke in: Lutter/Winter, UmwG, 4. Aufl., § 4 Rdn. 16; Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 7 Rdn. 1 und 11; Ederle/Theusinger in: Bürgers/Körber, 3. Aufl., § 4 Rdn. 12; Kubis in: Festschrift für Hüffer, 2010, S. 567, 571). Eine bloße Vertiefung des Sachvortrags zu innerhalb der Antragsfrist erhobenen Rügen lässt sich in dem Vortrag der Antragsteller zu 87) im Schriftsatz vom 6.8.2015 nicht erblicken, nachdem seitens dieses Antragstellers wie auch aller anderen Antragsteller in Bezug auf die ertragsteuerliche Behandlung lediglich die Veräußerungsgewinnbesteuerung hinsichtlich des Wertbeitrags der fiktiven Theasaurierung gerügt wurde. Von dieser die steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner berührenden Problematik grundlegend zu unterscheiden ist der Ansatz der Gewerbesteuer und damit des Umfangs der Unternehmensteuern im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts.

- (f) Aus den Planannahmen mussten keine Negativwirkungen als Folge der Sozialcharta als nicht zu berücksichtigende Synergien eliminiert werden. Die Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin wiesen in diesem Zusammenhang für die Kammer nachvollziehbar darauf hin, die Sozialcharta zwischen der [redacted] und der Antragsgegnerin enthalte zu den Mietplanungen keine Aspekte, die der Vorstand der Gesellschaft in der Vergangenheit nicht ohnehin schon berücksichtigt hätte. Die Sozialcharta verbietet danach lediglich einen Verkauf von mehr als 1.500 Wohnungen pro Jahr – dieser Umstand wurde in der Planung entsprechend berücksichtigt, nachdem diese in den Jahren 2013 bis 2015 eine Portfoliobereinigung von insgesamt 4.488 Wohneinheiten vorsah, also weniger als die Höchstgrenze aus der Sozialcharta von 4.500 Wohnein-



ten über diese drei Jahre. Abgesehen davon konnte die Sozialcharta auch berücksichtigt werden, weil sie bereits vor dem Stichtag der Hauptversammlung abgeschlossen wurde und demzufolge ihre Inhalte entsprechend der Wurzeltheorie in die Planung einfließen dürften.

(g) Keiner Korrektur bedürfen die Ansätze zur Ausschüttung und Thesaurierung der Jahresüberschüsse.

(aa) Soweit seitens einiger Antragsteller die Ausschüttungsquote von 50 % als zu hoch gerügt wird, vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Dabei kann nicht beanstandet werden, wenn auf eine Ausschüttungsquote abgestellt wird, die sich an marktüblichen Quoten orientiert, wobei dies vorliegend sowohl für die Detailplanungsphase als auch den Terminal Value gilt.

Für die Detailplanungsphase wird zwar regelmäßig davon ausgegangen, dass sich die entsprechenden Quoten an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren haben (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Allerdings kann dies vorliegend nicht gelten, weil die Organe der Gesellschaft hier keine konkreten Planannahmen getroffen hatten. Der Ansatz einer Ausschüttungs- und demgemäß auch Thesaurierungsquote von 50 % liegt innerhalb einer Bandbreite der ermittelten Quoten anderer Unternehmen, wie der Kammer aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren bekannt ist. Wenn eine konkrete Planung fehlt, ist es – wie auch regelmäßig im Terminal Value – sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG Düsseldorf AG



2015, 573, 575; OLG München I AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170). Ein anderes Ergebnis rechtfertigt sich auch nicht aus der Erwägung heraus, beim Fehlen einer konkreten Ausschüttungsplanung müsse auf die Werte der Vergangenheit zurückgegriffen werden. Dies resultiert zum einen aus der Zukunftsorientiertheit jeder Unternehmensbewertung. Zum anderen kann in der konkreten Situation der GBW AG nicht außer Betracht bleiben, dass sich ihre Aktionärsstruktur im Jahr 2013 und damit vor dem maßgeblichen Stichtag grundlegend verändert hat. Ein gewerblich organisierter Hauptaktionär agiert erfahrungsgemäß deutlich stärker renditeorientiert als eine öffentlich-rechtliche Landesbank.

- (bb) Im Rahmen der Abgrenzung der Verwendung für Zwecke der Thesaurierung und der Ausschüttung der Mittel wurde bei der Ermittlung des Ertragswerts sachgerecht vorgegangen. Dies gilt namentlich für den Ansatz der betriebsnotwendigen Thesaurierung. Dabei kann der Ansatz passiver latenter Steuern im Periodenergebnis nicht zu einer Verringerung der Ausschüttung führen. Der Ansatz passiver latenter Steuern war erforderlich. Die Bilanzierung erfolgte bei der GBW AG nach IFRS-Grundsätzen. Die Berücksichtigung passiver latenter Steuern als nicht zahlungs- oder cash-wirksamer Vorgänge wird hierdurch in die Planung transformiert, weshalb der Ansatz methodisch korrekt ist, auch wenn ab dem Jahr 2016 eine Objektveräußerung nicht mehr geplant ist.

Eine Veränderung der Ausschüttung ist damit indes nicht verbunden, wie die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 29.6.2015 ausgeführt haben. Der latente Steueraufwand in der G+V-Rechnung, der sich nach



dem Forecast für das Jahr 2013 auf € 7,341 Mio. beläuft, erhöht die entsprechenden Positionen um diesen Betrag und damit das passive Working Capital. In der Cash flow-Rechnung neutralisiert sich dieser Effekt, weil in die Berechnung des Cash flow aus operativer Tätigkeit einerseits der latente Steueraufwand einfließt, andererseits aber auch die Veränderung der Bilanzposition "latente Steuern", also das passive Working Capital.

Hinsichtlich der Höhe der betriebsnotwendigen Thesaurierung haben die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme nochmals eingehend erläutert, wie der zu den für Zwecke der Innenfinanzierung anzusetzende Thesaurierungsbetrag ermittelt wurde, indem sie dies auf der Grundlage von Cash flow und Bilanz abgeleitet haben.

(cc) Nicht zu beanstanden ist es, wenn entsprechend den Überlegungen in dem Bewertungsgutachten, die auch von den Abfindungsprüfern ihrem Ergebnis zugrunde gelegt wurde, angenommen wird, dass der Wertbeitrag der fiktiven Thesaurierung den Anteilseignern unter Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern unmittelbar zufließt. Dabei konnte namentlich ein Steuersatz von 13,1875 % herangezogen werden. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG



entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511 f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, S. 131; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11, S. 39 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 40 f.; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts



dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich.

Auch wenn die Abfindungsprüfer methodisch einen anderen Ansatz gewählt hätten, der isoliert betrachtet einen Werteffekt von € 1,23 nach sich gezogen hätte, ist zu berücksichtigen, dass dieser durch gegenläufige Effekte wieder ausgeglichen wird. Die Berücksichtigung der Steuereffekte ist folglich sachlich noch als gerechtfertigt einzuordnen.

- (dd) Der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung als solcher ist erforderlich. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll.



Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlages storniert. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages (vgl. Schieszl/Bachmann/Amann in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 706). Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums.

Angesichts dessen berechnen sich die zu kapitalisierenden Überschüsse wie folgt:



Gewinn und Verlustrechnung GBW AG	2013	2014	2015	2016	2017 ff.
	Forecast TEUR	Plan TEUR	Plan TEUR	Plan TEUR	Ewige Rente TEUR
Soll-Mieten	156.713	153.977	154.844	155.318	171.525
Erlösschmälerungen Soll-Mieten	-3.589	-4.047	-4.049	-4.074	-4.525
Ist-Mieten	153.125	149.930	150.795	151.244	166.999
Erlöse Umlagen BK/HK	58.295	59.161	58.922	61.290	61.382
Sonstige Erlöse	1.045	848	788	758	682
Erlöse aus der Vermietung	212.465	209.939	210.505	213.292	229.063
Andere Erlöse aus Immobilienbewirtschaftung	130	128	128	128	130
Erlöse aus Immobilienbewirtschaftung	212.594	210.068	210.633	213.419	229.192
Ergebnis aus der Veräußerung von Immobilien	31.378	47.362	55.385	0	0
Bestandsveränderung	1.263	-697	1.930	1.179	894
Aktivierte Eigenleistungen	1.408	1.591	1.848	1.845	721
Aufwendungen für bezogene Lieferungen und Leistungen	-96.048	-97.035	-98.541	-94.279	-89.457
Personalaufwand	-20.036	-21.348	-20.500	-21.010	-20.229
Sonstige betriebliche Erträge	6.849	4.231	2.391	2.401	2.469
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10.235	-7.302	-5.183	-5.266	-5.249
EBITDA vor Bewertungsergebnis	127.073	136.860	147.983	96.268	148.340
Bewertungsergebnis	28.268	55.927	29.858	40.669	27.162
EBITDA	155.341	192.787	177.821	136.937	175.502
Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Sachanlagen	-996	-1.323	-1.305	-1.304	-1.315
Ergebnis vor Steuern und Zinsen (EBIT)	154.345	191.464	176.516	135.633	174.187
Finanzergebnis	-53.565	-53.192	-48.307	-43.102	-43.786
Ergebnis vor Ertragsteuer (EBT)	100.779	138.272	128.209	92.532	130.400
Ertragsteuern	-18.665	-25.564	-27.506	-16.287	-18.862
Periodenergebnis	82.114	112.707	100.703	76.245	111.538
Minderheitenanteil am Jahresergebnis	-1.076	-1.285	-1.408	-1.310	-1.162
Periodenergebnis nach Minderheiten	81.139	111.432	99.295	76.935	80.376

Nettoausschüttung GBW AG	2013	2014	2015	2016	2017 ff.
	Plan TEUR	Plan TEUR	Plan TEUR	Plan TEUR	Ewige Rente TEUR
Jahresüberschuss nach Minderheiten	81.139	111.432	99.295	76.935	80.376
Thesaurierung (Innenfinanzierung)	-19.698	-18.975	9.298	-71.712	-9.475
Nettoausschüttung	61.441	92.457	108.593	5.223	70.901
davon: Dividendenausschüttung	30.720	46.228	54.296	2.612	35.451
davon: Fiktive Thesaurierung	30.720	46.228	54.296	2.612	35.451
Abgeltungssteuer auf Dividendenausschüttung	-8.102	-12.193	-14.321	-689	-9.350
Kursgewinnsteuer auf Thesaurierung	-5.727	-9.534	-9.015	-2.954	-5.925
Nettoausschüttung	47.611	70.730	85.257	1.580	55.627

- b. Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der Kapitalisierungszinssatz soll dabei die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen. Allerdings kann selbst bei einer Reduzierung des Risikozuschlages nicht davon ausgegangen werden, dass damit ein Wert erreicht wird, der den Wert der Marktkapitalisierung übersteigen würde.



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 entsprechend der Svensson-Methode auf 2,75 % vor Steuern und demgemäß auf 2,02 % 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 Kapitalisierungszinssatz 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 wider. 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; 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.

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 Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Auf dieser Basis ergab sich ausweislich der Ausführungen von Herrn _____ im Termin vom 5.2.2015 ein Wert von exakt 2,7684 % für den Zeitraum vom 28.8. bis 27.11.2013. Wenn dieser Wert dann auf 2,75 % abgerundet wird, bestehen hiergegen keine Bedenken. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteili-



gung 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 Rundung auf 2,75 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14). Abgesehen davon wirkt sich die Abrundung zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.

- (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 Vergan-



genheit 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).

- (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 stattfindenden 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).

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

- (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 auf 3,75 % im Jahr 2013, 3,68 % im Jahr 2014, 3,86 % im Jahr 2015, 4,18 % im Jahr 2016 sowie auf 4,11 % im Terminal Value festgesetzt 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 finden 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; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG1. Aufl., 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 Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risiko-



schlages 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 Marktrisikoprämie 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; 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.
- (b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.
 - (aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie 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 Marktwert 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 Risikozuschlages 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 niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamterwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schiesl/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.

Herr leitete im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 28.5.2015 den Ansatz einer gestiegenen Marktrisikoprämie aus dem inhaltlichen Konzept des (Tax-)CAPM her, indem er darauf verwies, dass die Differenz von 1 Prozentpunkt aus dem Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins abgeleitet werden könne. Indes vermag auch dieser Ansatz nicht restlos zu überzeugen. Der Interbankenzinssatz als derjenige Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Zinssatz verschulden kann, zeigt die Entwicklung über einen Zeitraum von maximal zwölf Monaten mit Spreads des 3-, 6- und 12-Monats-Euribor zu den Staatsanleihen. Gerade die von ihm im Termin vom 28.5.2015 übergebene Grafik zeigt indes, dass das Delta des 12-Monats-Euribor nach einem Höhepunkt im Jahr 2012 bis in das Jahr 2013 hinein kontinuierlich gefallen ist und bei knapp 0,5 Prozentpunkten lag. Daraus lässt sich dann aber eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern gleichfalls nicht rechtfertigen. Gerade mit Blick auf die Theorie von der konstant realen Aktienrendite wies der Abfindungsprüfer selbst darauf hin, man könne nicht in die Köpfe der Anleger schauen, als es um die Fragestellung ging, warum ausländische Staatsangehörige nicht mehr in eigene Staatsanleihen investieren, sondern in deutsche. Diese Erwägung gilt letztlich auch für die Frage, ob bei sinkenden Renditen festverzinslicher An-



leihen nicht auch der Renditeanspruch aus Aktien zurückgehen könnte.

Für den Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe von 5 % nach Steuern sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die zurückgegriffen werden kann. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko 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 Marktrisikoprämie 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 Marktrisikoprämie 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 herangezogene Beta-Faktor konnte aus einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmenseigene Beta nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Dies resultiert vor allem aus der mangelnden Liquidität der Aktien der GBW AG, die sich vor allem aus dem Bid-Ask-Spread ableiten lässt, der mit 7 % im Durchschnitt als sehr hoch eingeschätzt werden muss. Der Bid-Ask-Spread liegt bei mit einem geringen Handelsvolumen deutlich über dem Bid-Ask-Spread 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 Kapitalmarktreaktionen reagiert.

Gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors spricht die weitere Überlegung, dass bei einer



zweijährigen Betrachtung und damit bei einem näher zum Bewertungsstichtag liegenden Beobachtungszeitraum das Bestimmtheitsmaß R^2 unter 0,1 lag. Wenn das Bestimmtheitsmaß R^2 als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex einen Wert von weniger als 0,1 aufweist, wird nur ein äußerst geringer Teil des Risikos dieser Aktie durch Marktfaktoren bestimmt. Bei der GBW AG war dieses Bestimmtheitsmaß in dem genannten Zeitraum von zwei Jahren sowohl in Bezug auf den MSCI World Index als auch gegen den CDAX nicht statistisch signifikant. Auch wenn Bedenken bestehen, diesen Gesichtspunkt alleine als Ausschlusskriterium für das originäre Beta eines Unternehmens heranzuziehen (vgl. 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. 521 f.), zeigt doch das Zusammenspiel mit einem sehr hohen Bid-Ask-Spread, dass das unternehmenseigene Beta nicht geeignet ist, das unternehmensindividuelle Risiko abzubilden.

Doch selbst wenn unter Ansatz eines fünfjährigen Betrachtungszeitraums sich sowohl beim Bestimmtheitsmaß wie auch beim t-Test aussagekräftige Befunde mit einem unverschuldeten Beta-Faktor von 0,61 gegen den MSCI World Index und von 0,44 gegen den CDAX als breitestem nationalen Index ergaben, würde dieser Ansatz zu einem für die Aktionäre jedenfalls nicht günstigeren Ergebnis führen. Der verschuldete Beta-Faktor der GBW AG lag bei ca. 1 %. Damit aber würde sich dieser Ansatz zu Lasten der Minderheitsaktionäre auswirken, wie der Vergleich mit dem aus dem über eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitete Beta-Faktor zeigt. Dieser lag unlever-



ed bei 0,44, wobei das raw Beta über ein Renditeintervall von fünf Jahren von den Bewertungsgutachtern herangezogen wurde, was die Abfindungsprüfer unter Heranziehung von Alternativberechnungen bestätigen konnten. Die Abfindungsprüfer ermittelten mit unterschiedlichen Zeiträumen, Referenzindexen und einer sich aus nicht demselben Unternehmen zusammensetzenden Peer Group adjustierte unverschuldete Beta-Faktoren in einer Bandbreite von 0,34 bis 0,48 für die enge Peer Group sowie zwischen 0,37 und 0,48 für ihre erweiterte Peer Group. Die einzelnen Vergleichsunternehmen wiesen danach adjustierte unverschuldete Beta-Faktoren zwischen 0,3 und 0,55 auf. Wenn daraus dann ein Wert von unverschuldet 0,44 abgeleitet wird, ist dies zur Überzeugung der Kammer im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM nicht zu beanstanden.

Der Beta-Faktor darf indes nicht nur das operative Risiko einer Gesellschaft widerspiegeln, sondern muss daneben auch das Finanzierungsstrukturrisiko angemessen berücksichtigen. Vom Grundsatz her erhöht sich das Risiko der Eigenkapitalgeber mit steigender Verschuldung des Unternehmens, weshalb dann der operative Beta-Faktor entsprechend angepasst werden muss. Dem steht namentlich nicht entgegen, bei einem Immobilienunternehmen könne ein derartiges Risiko nicht bestehen. Die Abfindungsprüfer wiesen bei ihrer Anhörung überzeugend darauf hin, dass auch in diesem Geschäftszweig das Relevieren zwingend notwendig ist. Der ermittelte Beta-Faktor von unlevered in einer Größenordnung von ca. 0,4 entspricht der Bewertung der Aktivseite einer Bilanz; er reflektiert die Sicherheit der Immobilien. Allerdings hat die gesamte Branche einen hohen Anteil an Fremdkapital,



woraus dann wiederum eine relativ attraktive Eigenkapitalrendite resultiert; die Abfindungsprüfer wiesen in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 16.4.2015 insbesondere darauf hin, der Verschuldungsgrad bei Immobilienunternehmen liege mehr als doppelt so hoch als der Durchschnitt des Verschuldungsgrades der im DAX notierten Unternehmen.

Die Verschuldungsgrade der GBW AG in den einzelnen Jahren der Phase I wie auch in der ewigen Rente müssen nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre korrigiert werden. Dies lässt sich namentlich nicht aus dem Verkauf von knapp 4.500 Wohneinheiten sowie den Gewerbeeinheiten ableiten. Zum einen sind dabei nämlich die Thesaurierungsannahmen zu berücksichtigen; zum anderen muss aber vor allem gesehen werden, dass es bei einer vollständigen Ausschüttung eher zu einem Anstieg der Verschuldungsquote kommen wird. Zudem kann in diesem Zusammenhang nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Gesellschaft Finanzierungsbedarf auch für geplante Zuerwerbe hat. Im Terminal Value kommt es zu einem weiteren Absinken des durchschnittlichen Verschuldungsgrades der GBW AG, wobei der angenommene Wert deutlich unter dem Ist-Wert der Vergangenheit mit 150 % und aller über die Jahre der Detailplanungsphase hinweg zu beobachtenden Verschuldungsgrade sinken wird.

Der Anstieg des Beta-Faktors trotz sinkendem Verschuldungsgrades in der Detailplanungsphase bedeutet hierzu keinen Widerspruch. Der Fremdkapital-Spread als eines der zentralen Elemente der Formel zum Relevern ist unter Berücksichtigung der angenommenen Fremdkapitalkosten gesunken. Dabei wurde als Tax Shield zur Ermittlung des



Fremdkapital-Spreads die durchschnittliche Belastung der Bruttoausschüttung mit Abgeltungssteuer und Kursgewinnsteuer herangezogen, wie die Prüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 29.6.2015 erläuterten.

Eine Aufnahme weiterer Unternehmen in die Peer Group ist zur Überzeugung der Kammer nicht veranlasst. Die Hasen Immobilien AG engagierte sich im maßgeblichen Zeitraum vor allem im Bauträgerbereich mit einer anderen Risikostruktur als bei einem Bestandshalter. Die Sedlmayer AG verfügt vor allem über Büro- und Gastronomieimmobilien und über nur wenige Wohnimmobilien. Ähnlich stellt sich die Lage bei der VIB AG dar, deren Schwerpunkt im Bereich der Gewerbe- und Industrieimmobilien liegt. Die Franconofurt AG ist deshalb nicht hinreichend vergleichbar, weil diese Gesellschaft vor allem in der Objektentwicklung tätig ist. Der Immobilienbestand der DIC Asset AG sowie der Rathgeber AG setzt sich wiederum vor allem aus Büroimmobilien zusammen, wobei bei der Rathgeber AG zusätzlich zu berücksichtigen ist, dass sie seit einem Squeeze out im Jahr 2012 zum Stichtag der Hauptversammlung der GBW AG auch nicht mehr börsennotiert war. Dann aber fehlt es diesen Unternehmen an der Vergleichbarkeit, nachdem die von den beiden Wirtschaftsprüfungsgesellschaften

herangezogenen, wenn auch nicht gänzlich identischen Peer Group-Unternehmen den Schwerpunkt ihrer Geschäftstätigkeit tatsächlich in der Bestandsverwaltung von Wohnimmobilien haben, wobei die Immobilien ausweislich der Feststellungen im Bewertungsgutachten von
zumindest zu einem nicht unerheblichen
Teil wie bei der GBW AG auch in großstädtischen Ballungszentren liegen.



- (c) Die auf die Art und Weise ermittelten Risikozuschläge für die einzelnen Geschäftsjahre stehen in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der GBW AG Markt ergebenden Risiken, die auch unter Berücksichtigung der Verschuldungssituation immer noch nicht unerheblich unter dem Marktdurchschnitt liegen. Die Gesamtlage am Wohnungsmarkt in Bayern stellt sich als positiv dar, wobei dies gerade auch für den Großraum München gilt, wo immerhin rund 25 % der Wohnungen der Gesellschaft liegen. Angesichts der Wohnraumknappheit mit der daraus abzuleitenden Tendenz hin zu steigenden Mieten hat die Gesellschaft nicht unerhebliche Chancen in einer Branche, deren Konjunkturabhängigkeit nicht so stark ausgeprägt ist wie die in anderen Branchen. Eine kurzfristige Erhöhung des Immobilienangebots ist aufgrund langer Fertigstellungszeiten bei Neubauten in aller Regel nicht möglich. Nachfrageänderungen sind unter anderem durch typischerweise langfristige Verträge, den mit einem Immobilienwechsel regelmäßig verbundenen Aufwand sowie die regelmäßig eingeschränkte Möglichkeit eines Verzichts nur begrenzt möglich. Langfristig bestehe indes eine Abhängigkeit von der Marktentwicklung unter anderem im Hinblick auf die Mietpreisentwicklung, die von der Konjunkturentwicklung abhängige Bonität der Mieter sowie den Finanzierungskonditionen. Auch wenn gerade in Ballungszentren eine große Nachfrage nach Mietwohnungen besteht, hat dies Auswirkungen auch auf den einzelnen Mieter, der einen prozentual höheren Anteil seines Einkommens für Wohnraum aufwenden muss, wodurch sich das aus der Mieterbonität ergebende Risiko zumindest leicht erhöht. Das rein operative Risiko eines Immobilienunternehmens liegt folglich deutlich unter dem Marktdurchschnitt.

Andererseits dürfen die sich aus der Finanzierungssituation mit im Vergleich zu Unternehmen anderen Branchen hohen Ver-



schuldungsgraden ergebenden Risiken nicht außer Betracht bleiben. Wenn dann ein Risikozuschlag in einer Größenordnung zwischen 3,75 % und 4,18 % in der Detailplanungsphase und von 4,11 % im Terminal Value angesetzt wird, wird dies der Risikosituation der GBW AG durchaus gerecht.

- (d) Der Schriftsatz der Antragstellerinnen zu 29) und zu 30) vom 17.11.2015 führt zu keiner anderen Beurteilung. Auch wenn keine Frist zur Erwidern gesetzt wurde, bestehen bereits erhebliche Bedenken, ob er noch den zeitlichen Vorgaben des § 10 Abs. 2 SpruchG entspricht. Danach kann Vorbringen, dass entgegen der Verfahrensförderungspflicht aus § 9 Abs. 1 SpruchG vorgebracht wird, zurückgewiesen werden, wenn nach der freien Überzeugung des Gerichts die Zulassung die Erledigung des Verfahrens verzögern würde und die Verspätung nicht entschuldigt wird. Doch kann dies letztlich unentschieden bleiben, weil durch den Vortrag eine andere Entscheidung hinsichtlich des Risikozuschlags nicht gerechtfertigt ist. Dies übersieht nämlich, dass in der Peer Group von die KWG enthalten ist und dort gleichfalls mit einem unverschuldeten Beta von 0,44 gerechnet wurde.

Die Verschuldungsgrade waren bereits in der ergänzenden Stellungnahme vom 16.4.2015 genannt gewesen, auf die sich diese beiden Antragsteller nunmehr berufen, um einen zu hoch angesetzten Beta-Faktor zu begründen. Dann aber kann nicht mehr von einem rechtzeitigen Vorbringen im Sinne der §§ 10 Abs. 2, 9 Abs. 2 SpruchG gesprochen werden, wenn dies nunmehr mit einem Schriftsatz infrage gestellt wird, der drei Tage vor dem anberaumten Verkündungstermin bei Gericht eingeht. Eine Befassung der Abfindungsprüfer mit diesem Vortrag kann nicht mehr erfolgen. Daher muss auch die Verzögerung des Verfahrens bejaht werden.



(3) Der mit 1,5 % angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht weiter erhöht werden.

- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs 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.). 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. 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.

Vorliegend entspricht der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1,5 % den Möglichkeiten der GBW AG, auch wenn die prognostizierte Bevölkerungsentwicklung in München sowie die zunehmende Anzahl von Single-Haushalten berücksichtigt wird. Die Abfindungsprüfer wiesen auf eine im Zeitpunkt des Stichtags der Hauptversammlung durchaus noch aktuelle Studie „Immobilienmarkt Bayern 2011/2015“ hin, aus der abzuleiten ist, dass auch unter Berücksichtigung der Attraktivität des Standorts „München“ die Mieten in der Vergangenheit weniger stark stiegen als die allgemeine Inflationsrate. Auch zeigen Zahlen des Statistischen Bundesamtes, dass die Nettokaltmiete in Süddeutschland in den Jahren 2005 bis 2010 um durchschnittlich 1,5 % p.a. gestiegen ist – also um den Wert, der auch nachhaltig in der Ewigen Rente einschließlich der Grobplanungsphase angesetzt wurde. Zudem kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Nettokaltmieten in einem Vergangenheitszeitraum von 15 Jahren um 1,1 % und damit doch relativ deutlich unterhalb der konsumorientierten Preissteigerung gestiegen sind. Ebenso ergibt sich aus einer Studie des Gesamtverbands der Deutschen Wohnungswirtschaft, dass auf die lange Sicht jedenfalls Mietsteigerungen nicht über der Inflationsrate liegen werden. Auch wenn in München selbst im Zeitraum der Ewigen Rente mit einem stärkeren Anstieg der Miete gerechnet werden kann, muss gesehen werden, dass in dieser Region nur etwa 25 % der Wohnungen der Gesellschaft gelegen sind. In anderen Regionen Bayerns ist die Situation demgegenüber nicht in diesem Maße angespannt wie in dem Ballungsraum München.



Angesichts dessen ist der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1,5 % nicht zu korrigieren.

- (b) Selbst wenn der Wachstumsabschlag unter der zu erwartenden allgemeinen meinen Inflationsrate liegen sollte, wie sie von der Europäischen Zentralbank angestrebt wird, führt dies nicht zu einem dauerhaften Schrumpfen des Unternehmens, nachdem den Aktionären nach der Systematik der Ermittlung des Ertragswerts unmittelbar Wertbeiträge aus Thesaurierung gutgeschrieben werden.

Angesichts dessen ergibt sich aus den kapitalisierten Überschüssen unter Berücksichtigung einer Aufzinsung auf den Stichtag der Hauptversammlung ein Ertragswert von € 1,198396 Mrd. entsprechend der nachstehenden Aufstellung:

Basiszinssatz vor ESt	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %	2,75 %
Pers. Ertragsteuern	-0,73 %	-0,73 %	-0,73 %	-0,73 %	-0,73 %
Basiszinssatz nach pers. ESt	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %	2,02 %
Marktrisikoprämie n. ESt	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %	5,00 %
Betafaktor - unverschuldet	0,44	0,44	0,44	0,44	0,44
Verschuldungsgrad	127,15 %	123,35 %	119,80 %	119,95 %	113,93 %
Betafaktor – verschuldet	0,75	0,74	0,77	0,84	0,82
Risikozuschlag nach pers. ESt	5,77 %	5,71 %	5,88 %	6,21 %	4,63 %
Wachstumsabschlag					-1,50 %

Nettoausschüttung	47.611	47.073	85.257	1.580	55.713
Kapitalisierungszinssatz	5,77 %	5,71 %	5,88 %	6,21 %	4,63 %
Barwertfaktor	0,9454	0,9460	0,9444	0,9415	21,5987



Barwerte	1.138.572	1.156.702	1.151.964	1.134.479	1.203.338
Eigenkapitalwert zum 31.12.2012	1.138.572				
Aufzinsungsfaktor	1,0525				

c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen und Sonderwerte sind zum Stichtag der Hauptversammlung mit einem Wert von € 1,385 Mio. anzusetzen, wobei der unterschiedliche Wert nicht aus einer fehlerhaften Systematik, sondern aus dem Umstand abzuleiten ist, dass das steuerliche Einlagenkonto auf Steuererstattungen beruht, die erst ab dem 52. Jahr zum Tragen kommen.

(1) Die nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen bei den beiden Gesellschaften GBW Asset Beta GmbH & GBW Asset Gamma GmbH konnten mit dem Buchwert des Eigenkapitals in Höhe von jeweils € 25.000,- angesetzt werden, weil dies den Wert der Beteiligungen widerspiegelt. Bei beiden Gesellschaften handelt es sich um inaktive Beteiligungen. Angesichts dessen ist es nachvollziehbar und sachgerecht, wenn die Prüfer darauf hingewiesen haben, der herangezogene Buchwert übersteige nach ihren vorgenommenen Prüfungen den Wert des anteiligen Eigenkapitals, weshalb dieser herangezogen wurde.

(2) Das steuerliche Einlagenkonto, das einen Betrag von € 181 Mio. aufwies, wurde sachgerecht berücksichtigt. Dabei konnte allerdings nicht dieser Wert angesetzt werden; vielmehr war zu berücksichtigen, dass die steuerfreie Ausschüttung erst ab dem Jahr 2064 nutzbar ist, wobei dann allerdings auch davon ausgegangen wurde, dass dieser Betrag in vollem Umfang genutzt werden wird. Indes muss hierfür der Barwert angesetzt werden, weshalb in die Ermittlung des Unternehmenswertes nicht der volle Wert, sondern nur der abgezinsten Barwert einfließen konnte.



- (3) Nicht zu beanstanden ist die Vorgehensweise bei den Verlustvorträgen, wenn nur ein Wert von ca. € 30 Mio. herangezogen wurde. Entscheidend ist nach den steuerrechtlichen Vorgaben, in welcher Gesellschaft die Objekte liegen und inwieweit dort stille Reserven vorhanden sind. Unter Berücksichtigung dieser Vorgaben aus § 8 c KStG konnten bei der GBW AG selbst rund € 33 Mio. angesetzt werden. Dabei wurde auf die maßgebliche Steuerbilanz abgestellt, die ein Eigenkapital von über € 800 Mio. aufwies. Angesichts des Unternehmens- und Börsenwerts sind stille Reserven von rund € 200 Mio. vorhanden, die allerdings auch in Tochtergesellschaften liegen, weshalb sich das Potenzial für das Wiederaufleben von Verlustvorträgen deutlich reduziert.
- (4) Weitere Sonderwerte oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen konnten nicht angesetzt werden.
- (a) Dies gilt zunächst für kurzfristige Steuererstattungsansprüche, weil diese in der Planung als Working Capital enthalten sind und fortgeschrieben wurden. Dann aber würde ein Ansatz auch als Sonderwert eine unzulässige Doppelerfassung nach sich ziehen.
- (b) Der Wert der Marke „GBW“ kann nicht als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen. 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 (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; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

- (c) Die zum Verkauf anstehenden Immobilien wurden zutreffend nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt. In den ersten Jahren waren diese Immobilien Bestandteil des Geschäftsmodells der Gesellschaft, weshalb die aus ihnen zunächst über die Vermietung erzielbaren Erträge beim Ertragswert in die Planung eingeflossen sind, was auch für die Verkaufserlöse gilt. Dann aber können sie nicht nochmals als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angenommen werden; andernfalls käme es zu einer unzulässigen doppelten Erfassung. Diese Erwägung gilt in gleicher Weise für die Nachverdichtungen sowie den Ausbau von Dachgeschossen. Auch diese flossen über die Planung in den Ertragswert ein und dürfen daher kein zweites Mal berücksichtigt werden. Auch soweit es um die geplante Veräußerung der Landkreiswohnungsbau Unterallgäu GmbH geht, musste deren Wert nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden, weil durch sie unverändert Überschüsse erzielt werden sollten, die dann auch in die Planung eingeflossen sind. Damit aber würde es bei einer Einstufung als nicht betriebsnotwendiges Vermögen wiederum zu einer unzulässigen Doppelerfassung kommen.

Folglich ergibt sich ein Unternehmenswert von insgesamt € 1,199755 Mrd., woraus eine angemessene Barabfindung von € 21,97 je Aktie abzuleiten ist.

- d. Die Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von _____ hat zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt. Die Durchführung einer gesonder-



ten Beweisaufnahme durch Einholung eines Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen ist auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten.

- (1) 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; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 8 Rdn.4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in zwei Anhörungsterminen und den 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 § 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 auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 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 Prüfers 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; des-



halb 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, S. 38 f.; 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).

- (2) Die Kammer hat vor allem keine Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer. An der Fachkompetenz von [redacted] hat die Kammer keinerlei Zweifel. Aus anderen Spruchverfahren ist bekannt, dass sich Herr [redacted] auch als gerichtlich bestellter Prüfer nicht scheut, Planansätze der Gesellschaft als zumindest sehr konservativ zu kritisieren, wenn dies erforderlich ist. Zudem muss gesehen werden, dass die Abfindungsprüfer auch im vorliegenden Fall die Ansätze im Bewertungsgutachten von [redacted] gerade nicht unbesehen übernommen haben, sondern diese beispielsweise anhand einer eigenen Peer Group überprüft haben, die sich in der Zusammensetzung durchaus von der der Bewertungsgutachter unter-



schieden hat. Die Prüfer haben sich im Verlaufe der Anhörung wie auch in ihren ergänzenden Stellungnahmen eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen gegen die Angemessenheit der Barabfindung auseinandergesetzt.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht ableiten.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs in Höhe von € 21,32.

(1) Der Ansatz eines Börsenkurses von € 21,32 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des von der Antragsgegnerin förmlich gestellten Verlangens nach § 327 a AktG zur Übertragung der Aktien am 19.6.2013 durch die GBW AG ist rechtlich zutreffend erfolgt und daher nicht zu beanstanden. Da vorliegend der Börsenkurs zugrunde gelegt wurde, kommt es nicht entscheidungserheblich darauf an, inwieweit angesichts des Umfangs des Handels und der Notiz der GBW AG im Freiverkehr die besonderen Anforderungen an die Relevanz des Börsenkurses in diesem Segment erfüllt sind (vgl. hierzu OLG München NZG 2014, 1230 f. = AG 2014, 714 f. = WM 2014, 2373, 2374 f. = Der Konzern 2015, 42, 43).

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. – 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, 3. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., 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; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 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, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) 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.



Die Drei-Monats-Frist lief somit vom 19.3.2013 bis zum 18.6.2013, somit bis zu dem Tag, bevor das Squeeze out-Verlangen der Antragsgegnerin den Kapitalmärkten bekannt gemacht wurde. Da die Hauptversammlung am 28.11.2013 stattfand, also etwas mehr als fünf Monate nach dem Ende des Referenzzeitraums, kann auch ein längerer Zeitraum, der eine Hochrechnung des Börsenkurses erforderlich machen würde, nicht angenommen werden (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 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). Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von etwas mehr als fünf Monaten im üblichen Rahmen dessen, was realistischere – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeeck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

Auch wenn 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 Li-



teratur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens. Deshalb muss mit der Rechtsprechung und überwiegenden Literaturmeinung davon ausgegangen werden, dass jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten keinesfalls eine Hochrechnung erforderlich machen kann. Andernfalls gingen auch wieder die Vorteile, die mit der auf den Bekanntmachungszeitpunkt abstellenden Referenzperiode verbunden sind, verloren (vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 833 = Der Konzern 2011, 427, 429; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, Az. 20 W 3/09 – zit. nach Jüris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Bungert BB 2010, 2227, 2229; Bucker NZG 2010, 967, 970).

Angesichts des Erfordernisses der Ableitung des Börsenwerts aus einem Referenzzeitraum kann es keine Rolle spielen, wie hoch der letzte Kurs der GBW-Aktie an der Börse Stuttgart bei Geld zu Brief gelegen hat.

- (2) Der Börsenkurs von € 21,32, 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 bewegender 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 ange-



messen 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 € 21,97 kann entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin indes nicht entgegengehalten werden, im Vergleich zu dem im Beschluss der Hauptversammlung festgesetzten Abfindungsbetrag von € 21,32 komme es lediglich zu einer Erhöhung um etwa 3,05 %. 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 € 18,55 lag. Der zur Überzeugung der Kammer anzusetzende Ertragswert von € 21,97 liegt indes um etwa 18,44 % 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 Bagatell-



grenze bei der Erhöhung herangezogen werden. Die von der Antragsgegnerin zitierten Entscheidungen betrafen andere Sachverhalte, weil die Börsenkurse jeweils unter der Kompensationsleistung lagen, die von der Hauptversammlung beschlossen wurde. Der Beschluss des Oberlandesgerichts Frankfurt vom 20.12.2011, Az. 21 W 8/11 (ZIP 2012, 371 ff. = AG 2012, 330 ff.) beruht auf der Besonderheit des Delisting, dem ein öffentliches Erwerbsangebot vorausgegangen war; abgesehen davon berücksichtigt diese Entscheidung zur Überzeugung der Kammer nicht hinreichend die Grundsätze der Methodengleichheit. Wäre von vornherein die zur Überzeugung der Kammer anzusetzende Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern herangezogen worden, hätte der Börsenkurs als Mindestwert keine Rolle spielen können, weil der Ertragswert höher liegt.

- b. Über den Liquidationswert ist es nicht möglich, zu einer höheren Barabfindung je Aktie zu gelangen.

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. 761). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze 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.

Vorliegend erwirtschaftete die GBW AG in den Jahren der Vergangenheitsanalyse Überschüsse. Demgemäß ging die Planung auch 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.

- c. Aus möglicherweise über dem Wert je Aktie liegenden Vorerwerbspreisen kann eine höhere Abfindung nicht abgeleitet werden. Dies gilt namentlich auch für den Verkaufspreis, den die im Jahr 2013 erzielen konnte. Abgesehen davon ergeben sich aus dem mitgeteilten Kaufpreis auch kein höherer Unternehmenswert, weil bei dessen Ermittlung nicht nur die Nettovermögenswerte anzusetzen sind, sondern davon auch die Verbindlichkeiten abgezogen werden müssen, woraus sich dann ein unter dem Wert der GBW AG zum Stichtag liegender Preis ergab.
- d. Über den Net Asset Value kann eine höhere Barabfindung nicht begründet werden.
 - (1) Es bestehen bereits erhebliche Bedenken, inwieweit der Unternehmenswert in einem Spruchverfahren nach dem Net Asset Value er-



mittelt werden kann. Bei diesem Verfahren handelt es sich nämlich um eine Einzelbewertung, die den Wert des Unternehmens durch eine isolierte Bewertung einzelner Vermögensgegenstände – hier also vor allem der Immobilien und Schulden – zu dem maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung ermittelt. Dabei werden zunächst Buchwerte und stille Reserven der Immobilien aufaddiert, woraus sich der Verkehrswert der Immobilie ergibt. Hiervon sind die Finanzschulden abzuziehen und das Net Working Capital als Differenz aus sonstigen Vermögensgegenständen und Schulden je nach Ergebnis hinzuzuzählen oder abzuziehen., nachdem es sich dabei eher um einen Substanzwert handelt und Wertsteigerungen, die ihren Grund allein aus einer nicht realisierten Steigerung des Wertansatzes von Immobilien haben; für den an Ausschüttungen interessierten Anteilseigner nicht maßgeblich sind (kritisch hierzu LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14 Schäfer/Matzen in: Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 540; bejahend jedenfalls für einen Sonderfall LG Frankfurt/Main NZG 2015, 635, 639 f. = AG 2015, 409, 411). In keinem Fall handelt es sich aber bei dem Ansatz über den Net Asset Value um eine Methode, die der Ertragswertmethode zwingend überlegen sein könnte. Angesichts des Umstandes, dass es verfassungsrechtlich gerade nicht geboten ist, bei der Bestimmung des Umtauschverhältnisses im Zuge einer Verschmelzung durch Aufnahme stets sämtliche Methoden der Unternehmenswertbestimmung heranzuziehen und die den Anteilseignern jeweils günstigste im Sinne einer Meistbegünstigungstheorie anzuwenden (so ausdrücklich BVerfG NJW 2011, 2497 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1076 = BB 2011, 1518, 1521), muss der Net Asset Value-Ansatz nicht angewandt werden. Dies gilt hier vor allem auch deshalb, weil der Ansatz über den Net Asset Value durchaus erheblichen Bedenken ausgesetzt ist, die nicht von der Hand zu weisen



sind, nachdem diesem der Bezug zur Ausschüttungsfähigkeit von Jahresüberschüssen fehlt.

- (2) Zum anderen haben die Abfindungsprüfer im Termin vom 28.5.2015 erläutert, dass sich über diesen Ansatz bei Vermögenswerten von ca. € 2,5 Mrd. und gegenzurechnenden Werten von € 1,5 Mrd. ein Wert von etwa € 1 Mrd. ergeben würde. Dieser Wert liegt indes unterhalb des mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelten Werts der Gesellschaft und auch unterhalb dem der Börsenkaptalisierung.
3. Weitere Maßnahmen zur Sachaufklärung sind auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG verankerten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst.
- a. Die Einholung des Gutachtens eines vom Gericht beauftragten Sachverständigen zu der Gesamtbewertung oder zu Einzelfragen der Bewertung der GBW AG war nicht veranlasst; insoweit kann auf die obigen Ausführungen unter B. II. 1. d. zur Würdigung der Erkenntnisse der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von _____ verwiesen werden.
- b. Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfer war nicht veranlasst, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind. 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). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang 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.

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 i. V. m. § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem 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 des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs



sowie des Prüfungsberichts 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.; Puskajler 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.

Angesichts dessen war die angemessene Barabfindung auf € 21,97 je Aktie festzusetzen.

4. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.
 - a. Für die Verzinsung ist dabei auf die Bekanntgabe der Eintragung in das Handelsregister abzustellen, die hier am 6.3.2014 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 7.3.2014 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende 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, 1331 = 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, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; 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., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits zur Anwendung gelangt, weil das Spruchverfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde. Für eine von dem Grundsatz der Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin abweichende Regelung besteht kein Anlass, nachdem es infolge der Anträge zu einer Erhöhung der Kompensation kam. In Bezug auf den Antragsteller zu 61) hat die Antragsgegnerin mit Schriftsatz vom 15.11.2015 auf die Stellung eines Kostenantrags verzichtet.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG. Demnach 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 – 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 % 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.).

Infolge der Antragsrücknahme des Antragstellers zu 61) kann sich der Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsgegnerin jedoch nicht auf diese Antragsteller beziehen. Andererseits ist der Antragsteller zu 61) auch nicht anteilig zur Kostenerstattung an die Antragsgegnerin verpflichtet. Zum einen ergibt sich dies aus der Erklärung der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 15.11.2015, keinen Kostenantrag zu stellen. Zum anderen besteht für eine Auferlegung eines Teils der außergerichtlichen Kosten auf einen Antragsteller, der seinen Antrag zurückgenommen hat, trotz der Antragsrücknahme keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 4 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsicht-



lich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 S. 1 GNotKG. Geschäftswert ist danach der Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Der Squeeze out-Beschluss betraf insgesamt 1.667.625 außenstehende Aktien; eine Multiplikation dieser Zahl mit dem Erhöhungsbetrag von € 0,65 je Aktie ergibt dann den festgesetzten Geschäftswert von € 1.083.965,25. Hinsichtlich des Zeitpunkts kann nur auf die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses abgestellt werden, weil es am Tag nach dem Eingang der Anträge bei Gericht keinerlei außenstehenden Aktionäre mehr gibt, nachdem diese mit Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister aufgrund von § 327 e Abs. 3 Satz 1 AktG ihre Aktionärsstellung verloren haben. Insoweit bedarf die maßgebliche Vorschrift des § 74 S. 2 GNotKG einer teleologischen Anpassung durch die Gerichte, damit sie nicht sinnentleert ist.

Dieser Wert bildet auch die Grundlage für die gesondert zu erfolgende Festsetzung der 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.