



Verkündet am:  
01.11.2018

# **Landgericht Hannover Beschluss**

23 AktE 73/17

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren

hat das Landgericht Hannover – 3. Kammer für Handelssachen – durch die Vorsitzende  
Richterin am Landgericht            die Handelsrichterin            und den Handelsrichter  
aufgrund der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gem. § 327f Satz 2 AktG werden zurückgewiesen.

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

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

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

### Gründe:

#### A.

Die Antragsteller begehren in dem vorliegenden Spruchverfahren die gerichtliche Festsetzung einer angemessenen Barabfindung wegen ihres Ausscheidens aus der (unter HRB 55551 im Handelsregister des Amtsgerichts Hannover eingetragen) Honeywell Riedel-de Haën AG (im Folgenden nur RdH), mit Sitz in Seelze, infolge der Übertragung ihrer Aktien an die Antragsgegnerin,

als

Hauptaktionärin (Squeeze-Out).

Die RdH ist aus dem Zusammenschluss der Unternehmen des Apothekers Johann Daniel Riedel und dem Labor für anorganische Chemie des Chemikers Eugen de Haën, in der Riedel-de Haën Aktiengesellschaft, im Jahr 1928 entstanden, die sich in der Folgezeit zu einem weltweit anerkannten Hersteller von hochwertigen Chemikalien entwickelte. Infolge des Verkaufs der Mehrheit der Aktien der Riedel-de Haën AG durch die Hoechst AG im Jahr 1995 wurde das Unternehmen Bestandteil des -Konzerns mit Sitz der Muttergesellschaft in New Jersey, USA. Durch die Eingliederung hielt die Tochtergesellschaft der (die später in umfirmierte),

sämtliche Anteile an der Riedel-de

Haën AG, die ihre Firma im Jahr 1997 in und im Jahr 2006 in

änderte sowie im Jahr 2011 auf verschmolz und

erlosch, während ihre Firma in Honeywell Riedel-de Haën AG (die heutige RdH)

änderte. Die Eingliederung im Jahr 1996 hatte zur Folge, dass die

ausgeschiedenen Aktionäre der eingegliederten die die angebotene

Barabfindung nicht annahmen, außenstehende Aktionäre der wurden.

Über die Angemessenheit der im Rahmen der Eingliederung angebotenen Abfindung wurde

von der 6. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Hannover ein Spruchverfahren

geführt (26 AktE 12/96), in dem die angemessene Abfindung je Aktie mit dem am 15. Januar

2013 verkündeten Beschluss auf 2.714,36 DM festgesetzt wurde, abgeändert durch das

Oberlandesgericht Celle mit Beschluss vom 27. Mai 2013 nur hinsichtlich des Zinsausspruchs

(9 W 42/13).

Darüber hinaus endete mit der Eingliederung der am 1. Dezember 1995 zwischen

und der geschlossene Beherrschungsvertrag zum 31. Dezember 1996. Am

14. November 1996 schlossen als herrschendes Unternehmen und

als abhängiges Unternehmen jeweils einen Beherrschungs- und einen

Gewinnabführungsvertrag, woraus die RdH zur Abführung ihres gesamten Gewinns

verpflichtet und zu Weisungen an den Vorstand der RdH berechtigt war. Nach § 3 des Beherrschungsvertrages bzw. § 4 des Gewinnabführungsvertrages war verpflichtet, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der RdH dessen Aktien gemäß § 305 AktG gegen eine Barabfindung zu erwerben. Ferner enthält § 3 des Gewinnabführungsvertrages eine Festsetzung des jährlichen Ausgleichs für jede RdH-Aktie gemäß § 304 AktG, worauf § 3 des Beherrschungsvertrages Bezug nimmt. Letztlich enthalten Gewinnabführungs- und Beherrschungsvertrag Regelungen zur Kündigung der Verträge innerhalb von 6 Monaten zum Ende des Geschäftsjahres der RdH. Bezüglich der Angemessenheit des im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgelegten Ausgleichs und der Abfindung wurde ebenfalls vor der 6. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Hannover ein Spruchverfahren geführt (26 AktE 2/97), in dem mit dem am 15. Januar 2013 verkündeten Beschluss, berichtigt durch Beschluss vom 6. März 2013, die angemessene Abfindung je Aktie auf 2.714,36 DM (entspricht 1.387,83 €) und die angemessene jährliche Ausgleichszahlung pro Aktie auf 191,42 DM (entspricht 97,87 €) festgesetzt wurde (vgl. Anlage AG 4, Anlagenordner AG). Wie aus dem am 15. Januar 2013 verkündeten Beschluss im Verfahren 26 AktE 2/97 hervorgeht, hatte sich die RdH

bereits zuvor in einem Vergleich vom 25. Oktober 1996 verpflichtet, eine jährliche Ausgleichszahlung (Mindestgarantiedividende) von 180 DM (entspricht 92,03 €) zzgl. Körperschaftsteuerguthaben (3/7 von 180 DM = 77,14 DM; entspricht 39,44 €) an die Minderheitsaktionäre zu zahlen (insgesamt also umgerechnet 131,47 €), die diese - abgesehen von möglichen Abwicklungsschwierigkeiten - jährlich erhalten (vgl. Anlage ASt 7, Anlagenordner ASt II). Die gegen diesen Beschluss gerichteten Beschwerden hat das Oberlandesgericht Celle mit Beschluss vom 15. Juli 2013 zurückgewiesen (9 W 41/13). Der am 14. November 1996 geschlossene Gewinnabführungsvertrag wurde durch Vertrag vom 23. Juli 2014, mit Blick auf die Änderung des § 17 Abs. 1 Satz 2 Nr. 2 KStG (in der Fassung vom 25. Juli 2014), geändert und neu gefasst, ohne dass damit eine Änderung des Regelungsgehalts verbunden war. Die Hauptversammlung der RdH hat der Änderung am 29. August 2014 zugestimmt.

Die RdH ist seit dem Jahr 2013 ausschließlich als vermögensverwaltende Gesellschaft tätig, wobei das verwaltete Vermögen der RdH im Wesentlichen aus Forderungen gegen verbundene Unternehmen besteht, namentlich einer (vertragsgemäß mit dem 1-Monats-EURIBOR) verzinsten Darlehensforderung in Höhe von 220.775.000 € gegen

eine Tochtergesellschaft der aus einem Darlehensvertrag über eine unbestimmte Laufzeit, der kurzfristig kündbar ist. Im Jahr 2014 bestand des Weiteren eine Forderung gegen Gesellschafter in Höhe von 740.000 €, die aus dem Erwerb von Minderheitsanteilen resultierte. Im Jahr 2015 bestand eine Forderung gegen Gesellschafter aus Gewinnabführungsverträgen in Höhe von 399.000 €. Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen bestanden in den Jahren 2014 bis 2016 im Wesentlichen aus Cashpool-Verbindlichkeiten gegenüber der in Höhe von 2.558.000 € (vertragsgemäß mit dem EONIA zzgl. eines Aufschlags von 0,25 %-Punkten verzinst). Zudem bestand im Jahr 2014 eine Verbindlichkeit gegenüber Gesellschaftern aus Gewinnabführungsverträgen in Höhe von 320.000 € (wegen der weiteren Einzelheiten vgl. Seite 12 ff. der Anlage 3 zum Übertragungsbericht). Die Vermögenslage und Ergebnissituation in den Geschäftsjahren 2014, 2015 und 2016 ergibt sich aus den freiwillig geprüften Jahresabschlüssen der RdH für die jeweils am 31. Dezember endenden vorgenannten Geschäftsjahre (Anlagenkonvolut AG 3, Anlagenordner AG).

Das Grundkapital der (nicht börsennotierten) RdH beträgt 2.100.000 DM und ist eingeteilt in 210.000 auf den Inhaber lautende Stammaktien im Nennbetrag von je 10 DM (5,11 €). Die hielt hiervon vor dem Squeeze Out 209.887 Aktien (rd. 99,95 % des Grundkapitals) der RdH, sodass von der vorliegenden Strukturmaßnahme 113 Aktien außenstehender Aktionäre

betroffen sind. Auf Antrag der mit Schreiben an den Vorstand der RdH vom 29. November 2016, beschloss die RdH in der Hauptversammlung vom 29. Juni 2017 die Übertragung der von den Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien auf die gegen Gewährung einer Barabfindung von 1.053,12 € je Stammaktie. Der Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung wurde in das Handelsregister eingetragen und die Eintragung am 25. September 2017 bekanntgemacht (vgl. Anlage AG 5, Anlagenordner AG).

Grundlage für die festgelegte Barabfindung war die gutachterliche Stellungnahme der von der beauftragten

, die als Anlage 3 dem Übertragungsbericht beigelegt ist (vgl. Anlage AG 1, Anlagenordner AG). Die kam in ihrem Gutachten zu dem Ergebnis, dass der Unternehmenswert der RdH zum 31. Dezember 2016 221.155.000 € und zum 29. Juni 2017 220.747.000 € betrage (vgl. Seite 16 f.). Daraus errechne sich ein Unternehmenswert je Aktie der RdH zum 31. Dezember 2016 von 1.053,12 € und - aufgrund der (gebotenen) wertmindernden Berücksichtigung des sich aus dem 1-Monats-EURIBOR ergebenden Negativzinses auf die Forderung gegen - zum 29. Juni 2017 von 1.051,17 €. Da nach dem BGAV aber die Verpflichtung der herrschenden Gesellschaft zum Ausgleich eines Verlusts bestehe, belaufe sich der Wert zum 29. Juni 2017 unverändert je Aktie auf 1.053,12 € (aaO). Der Barwert der Ausgleichszahlung des BGAV sei nicht als Wertuntergrenze im Rahmen der Ermittlung der angemessenen Barabfindung der außenstehenden Aktionäre der RdH zu berücksichtigen (vgl. Seite 19 ff. aaO).

Der mit Beschluss der Kammer vom 6. März 2017 (23 O 10/17) gerichtlich bestellte sachverständige Prüfer,

(vgl. Anlage AG 6, Anlagenordner AG), billigte die festgelegte Barabfindung in seinem Prüfungsbericht vom 5. Mai 2017 (Anlage AG 2, Anlagenordner AG). Unter Berücksichtigung der - vom Bewertungsgutachter zitierten - aktuellen Rechtsprechung sei es nachvollziehbar, den Barwert der Ausgleichszahlung nicht als (weitere) Wertuntergrenze bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung für die außenstehenden Aktionäre der RdH zu berücksichtigen. Vertrete man dagegen die Rechtsauffassung, dass die kapitalisierte Ausgleichszahlung einer (weitere) Wertuntergrenze für die Bestimmung der angemessenen Barabfindung darstelle, ergäbe sich im vorliegenden Fall eine höhere Barabfindung (vgl. Seite 22 f. des Prüfungsberichts vom 5. Mai 2017, Anlage AG 2, Anlagenordner AG).

Auf der Grundlage der Anordnung der Kammer mit Beschluss vom 11. Januar 2018 (Blatt 1 ff. GA VII) hat die Antragsgegnerin den Barwert der Ausgleichszahlung nach persönlichen Einkommensteuern - unter Berücksichtigung des vom Landgericht im Verfahren 26 AktE 12/96 mit Beschluss vom 11. Dezember 2012/6. März 2013 festgesetzten Ausgleichs von 191,42 DM (= 97,87 €) - mit rd. 4552,09 € angegeben (vgl. Blatt 80 f. GA VII). Dabei hat die Antragsgegnerin (nach persönlichen Steuern) eine Nettoausgleichszahlung von 72,06 €, einen Basiszinssatz von 1,25 % und einen für den Stichtag der Hauptversammlung überschlägig berechneten relevanten Kapitalisierungszinssatz von 1,58 % zu Grunde gelegt. Unter Berücksichtigung des vorab am 25. Oktober 1996 im Vergleichswege für den Gewinnabführungsvertrag vom 14. November 1996 festgelegten Ausgleichs von 257,14 DM (entspricht 131,47 €) brutto, ergebe sich auf der Grundlage einer Netto-Ausgleichszahlung (nach persönlichen Steuern) von 96,79 €, unter Berücksichtigung des für den Stichtag der Hauptversammlung überschlägig berechneten relevanten Kapitalisierungszinssatzes von 1,58 % nach persönlichen Einkommensteuern, ein Barwert der Ausgleichszahlung in Höhe von rd. 6114,88 € je RdH Aktie. Gemäß Beschluss der Kammer vom 3. April 2018 hat der sachverständige Prüfer zur Angemessenheit des Barwerts der Ausgleichszahlung nach Maßgabe der Berechnung der Antragsgegnerin bzw. derjenigen der Antragsteller zu 1. und 7.

bis 11. schriftlich Stellung genommen (vgl. Stellungnahme des sachverständigen Prüfers vom 11. Juni 2018).

Die Antragsteller begehren im vorliegenden Spruchverfahren die Festsetzung einer über 1.053,12 € hinausgehenden Barabfindung.

Der Antragsteller zu 1 ist der Auffassung, in Ansehung der rechtskräftigen Entscheidung (in dem Verfahren 26 AktE 2/97) über die jährliche Ausgleichszahlung nach § 304 AktG in Höhe von 191,42 DM (entspricht 97,87 €), verkörpere die Aktie aus Sicht der Minderheitsaktionäre einen bis auf weiteres jährlich wiederkehrenden Zahlungsanspruch gegenüber der Antragsgegnerin, dessen Wegfall voll zu entschädigen sei. Der diskontierte Ausgleich, der (unter Berücksichtigung eines Basiszinssatzes zum Bewertungsstichtag von 1,25 % und einer Marktrisikoprämie von 4 %) 3.011,38 € betrage, sei als Wertuntergrenze der angemessenen Barabfindung nach §§ 327a ff. AktG anzusehen und damit auszugleichen (vgl. Blatt 11, GA I). Nichts anderes gelte unter Berücksichtigung der Auffassung, dass der diskontierte Ausgleich die Ermittlung einer fundamentalanalytischen Unternehmensbewertung ersetze oder jedenfalls zu Plausibilisierungszwecken heranzuziehen sei.

Insoweit zeige der Umstand, dass der Bewertungsgutachter den Barwert der Ausgleichszahlung im Bewertungsgutachten nicht mitgeteilt habe, seine Stellung als Parteigutachter. Bereits die Tätigkeit des Bewertungsgutachters in anderen Bewertungsfällen als Parteisachverständiger oder als Gerichtsgutachter begründe nach der neueren Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 10. Januar 2017 - VI ZB 31/16) die Annahme eines Interessenkonflikts. Entsprechendes gelte für den sachverständigen Prüfer.

Soweit der sachverständige Prüfer - aufgrund der Anordnung des Gerichts - den Barwert der Ausgleichszahlung mit 3139,35 € bzw. mit 4216,86 € je Aktie beziffert habe, erschließe sich schon von selbst, dass die von der Antragsgegnerin mit 1053,12 € festgesetzte Barabfindung greifbar unangemessen sei. Zumindest im Rahmen der gerichtlichen Schätzung nach § 287 ZPO müsse der (vom sachverständigen Prüfer ermittelte) Barwert der Ausgleichszahlung wertend berücksichtigt werden. Zudem seien die vom sachverständigen Prüfer getroffenen Annahmen zum Kapitalisierungszins - namentlich zur Marktrisikoprämie - zu korrigieren, weil diese den Empfehlungen des IDW folgten. Insoweit sei zur Höhe der Marktrisikoprämie (die mit 3,0 % vor Steuern anzusetzen sei) ein Gutachten eines unabhängigen Sachverständigen einzuholen, dessen Notwendigkeit sich aus einem in einem anderen vor der Kammer geführten Spruchverfahren (23 AktE 191/9) eingeholten Gutachten ergäbe, was der Antragsteller zu 1 ausdrücklich beantragt (Blatt 229, GA VIII). Es sei nicht plausibel, dass die Marktrisikoprämie trotz sinkender Kapitalmarktzinsen durchgehend gleich hoch sei. Dies lasse sich - so die Auffassung des Antragstellers zu 1 - dem Monatsbericht der Deutschen Bundesbank von Oktober 2017 (Seite 39 ff.) entnehmen, wonach trotz sinkender Kapitalmarktzinsen die Kapitalrenditen bei deutschen Unternehmen gestiegen seien (vgl. Blatt 231 GA VIII), woraus abgeleitet werden könne, dass die Marktrisikoprämie gesunken sei.

Darüber hinaus habe die in dem vorgenannten Verfahren mit Beschluss vom 15. Januar/6. März 2013 [zum Stichtag 20. Dezember 1996] mit 1.387,83 € festgesetzte angemessene Barabfindung gemäß § 305 Abs. 3 AktG zumindest zur Plausibilisierung herangezogen werden müssen. Es sei auch nicht nachvollziehbar, dass sich der Unternehmenswert der RdH, die im Jahr 2013 ihren Geschäftsbetrieb aufgegeben habe, so erheblich verändert habe, dass ein „Abschlag“ von mehr als 300 € je Aktie gerechtfertigt sei.

Beanstandet wird ferner, dass die Bewertung nach dem „Net Asset Value“-Verfahren (NAV) durchgeführt wurde und nicht nach dem Ertragswertverfahren. Die nicht einheitliche

Verzinsung bei der Bewertung der Forderungen und Verbindlichkeiten der RdH sei nicht nachvollziehbar, namentlich die Verzinsung der Verbindlichkeiten der RdH gegenüber mit einem Aufschlag von 0,25 % zum EONIA. Zudem habe bei der Bewertung in den Blick genommen werden müssen, dass eine Ausleihung des der Hauptaktionärin als Darlehen überlassenen Kapitals an einen Dritten zu einem höheren Zinssatz möglich sei.

Der Antragsteller zu 2 ist der Auffassung, das der Antragsgegnerin gewährte Darlehen unter Ansatz von Negativzinsen benachteilige die ausgeschlossenen Aktionäre. Die Auffassung des Bewertungsgutachters, wonach der Barwert der Ausgleichszahlung für die Ermittlung der Barabfindung nicht heranzuziehen sei, berücksichtige nicht, dass durch die jährliche Ausgleichszahlung das Recht des herrschenden Unternehmens dem beherrschten Unternehmen nachteilige Weisungen zu erteilen, kompensiert werden solle. In der Heranziehung liege keine Verletzung des Stichtagsprinzips, da in Bezug auf einen BGAV die Überprüfung der jährlichen Ausgleichszahlung auch bei langer Vertragsdauer nicht vorgesehen sei. Der (durch einen Gutachter zu ermittelnde) Barwert der Ausgleichszahlung stelle die Wertuntergrenze der angemessenen Abfindung dar. Ferner sei die im Verfahren 26 AktE 2/97 festgesetzte Barabfindung von 2.714,36 DM bzw. 1.387,83 € auch für den vorliegenden Bewertungsfall zu berücksichtigen.

Die Antragstellerin zu 3 meint, der Wert der RdH bestimme sich aufgrund des Vorliegens eines BGAV nach dem Barwert der Ausgleichszahlung. Daraus ergebe sich - nach Auskunft des Vorstandes der RdH in der Hauptversammlung vom 29. Juni 2017 - ein Wert von 6.513 € je Aktie. Die jährliche Ausgleichszahlung kompensiere den Verlust der Dividendenansprüche, den die Minderheitsaktionäre - neben der Substanz ihres Aktieneigentums - durch die vorliegende Strukturmaßnahme verloren hätten, wofür sie wirtschaftlich voll zu entschädigen seien. Dabei bilde der Barwert der Ausgleichszahlung die Wertuntergrenze (vgl. Anlage ASt 5, Anlagenordner ASt II). Insoweit liege auch kein Verstoß gegen das Stichtagsprinzip vor, weil die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag im Sinne von § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG durch den ungekündigten Unternehmensvertrag bestimmt würden. Insoweit gehe der Bundesgerichtshof davon aus, dass der Barwert der Ausgleichszahlung als Wertuntergrenze berücksichtigt werden müsse, wenn er dem Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung entspreche, weil die Abfindung aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht unter dem Verkehrswert liegen dürfe (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, juris Rn. 30). Dies sei vorliegend der Fall, weil sich der Unternehmenswert allein aus dem Ausgleichsanspruch errechne. Soweit das Oberlandesgericht Düsseldorf seine gegenteilige Auffassung mit einer Verletzung des Stichtagsprinzips begründe (vgl. Beschluss vom 15. November 2016 - I-26 W 2/16 (Akt E)), habe der Bundesgerichtshof dem, in der vorgenannten Entscheidung, eine Absage erteilt. Da vorliegend keine Anhaltspunkte für eine beabsichtigte Beendigung des bestehenden Gewinnabführungsvertrages gegeben seien (vgl. Seite 13 des Übertragungsberichts, wonach auch zukünftig von keinen wesentlichen Änderungen der Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft auszugehen sei), müsse der Barwert der Ausgleichszahlung bei der Bewertung berücksichtigt werden. Damit stehe fest, dass die Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlung als Untergrenze - anders als die Antragsgegnerin meine - nicht auf eine Bewertung des falschen Objekts hinauslaufe und der ungekündigte Gewinnabführungsvertrag die Verhältnisse der Gesellschaft zum Bewertungsstichtag maßgeblich präge. Ungeachtet der Kündbarkeit der Verträge, sei eine Kündigung auch in Zukunft nicht zu erwarten, da die RdH lediglich (noch) vermögensverwaltend tätig sei und sich ihr Jahresüberschuss, bedingt durch den Gewinnabführungsvertrag, auf 0 € belaufe. Blicke der Barwert der Ausgleichszahlung im Rahmen des Squeeze Out unberücksichtigt, würden Risiken bei den Antragstellern und Chancen bei der Antragsgegnerin kumulieren. Denn durch die Unternehmensverträge sei den Minderheitsaktionären die Chance auf eine Wertverbesserung genommen worden, woran die

Antragsgegnerin nicht zusätzlich im Rahmen des Squeeze Out partizipieren dürften, indem der infolge der Gewinnabführung zu 100 % reduzierte Unternehmenswert zu Grunde gelegt werde.

Selbst wenn man den Wert der RdH auf der Grundlage des NAV-Verfahrens ermittle, berücksichtige das Bewertungsgutachten nicht, dass der RdH gegenüber der infolge der zu niedrigen Verzinsung ihrer Forderung aus dem Darlehensvertrag, Verlustausgleichsansprüche zustünden.

Bezüglich der Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlung durch die Antragsgegnerin (vgl. Blatt 80, GA VII), sei lediglich die in der Spalte mit der Überschrift „EAV“ [Ergebnisabführungsvertrag] aufgeführte Berechnung nachvollziehbar, weil die Antragstellerin die dort ausgewiesene Ausgleichszahlung in Höhe von 131,47 € brutto bzw. 96,80 € netto je Aktie erhalte (vgl. Depotabrechnung vom 26. August 2016, Anlage ASt 7). Insoweit weiche aber der von der Antragsgegnerin angewandte Verrentungszinssatz von den tatsächlichen Verhältnissen der Gesellschaft am Bewertungsstichtag ab. Für die Unternehmensbewertung seien EURIBOR- und EONIA- Zinssätze zzgl. 0,25 Prozentpunkte zu Grunde gelegt worden, wobei beide Werte zum Bewertungsstichtag negativ gewesen seien. Demgegenüber habe die Antragsgegnerin einen Verrentungszinssatz von 1,58 % zu Grunde gelegt, welcher den nach der Zinsstrukturkurve berechneten Basiszinssatz zum Bewertungsstichtag in Höhe von 0,93 % (nach Steuern) deutlich übersteige. Dies führe zu einem zu niedrigen Barwert der Ausgleichszahlung.

Die Antragsteller zu 4 bis 5 vertreten die Auffassung, die Marktrisikoprämie sei von Bewertungsgutachter zu hoch angesetzt. Aufgrund des Unternehmensvertrags sei den außenstehenden Aktionären eine Ausgleichszahlung von 131,47 € pro Aktie im Nennwert von 10 DM garantiert, die nach dem - mit Blick auf Aktien, denen vergleichbare Ausgangssituationen zugrunde lägen (vgl. Blatt 3 GA IV und GA V) - gebildeten Durchschnittswert von 30,94, eine Barabfindung von 4067,68 € ergäbe.

Die Antragsteller zu 7 bis 11 weisen darauf hin, dass bei einer im Jahr 2002 beabsichtigten (aber nicht durchgeführten) Übertragung der Aktien der RdH auf die Barabfindung mit 1.278,23 € pro Aktie angegeben worden sei. Der danach seither um 17,6 % gesunkene Unternehmenswert sei nicht plausibel. Das im Bewertungsgutachten angesprochene versicherungsmathematische Gutachten in Bezug auf Pensionsrückstellungen liege nicht vor (BGA, Tz.35). Soweit das seit knapp 20 Jahren gewährte Darlehen mit dem 1-Monats-EURIBOR unverändert fortbestehe, aus dem sich seit 2015 (wegen des negativen 1-Monats-EURIBOR) Negativzinsen ergäben, wäre auch nach der Auffassung des sachverständigen Prüfers bei einer Darlehensvergabe an einen fremden Dritten ein Aufschlag auf den vereinbarten Zinssatz zu erwarten (Seite 18 des Prüfungsberichts). Bei einer Anpassung des Zinssatzes für das Darlehen würden sich höhere Zuflüsse der RdH ergeben. Außerdem sei unverständlich, weshalb in Bezug auf Verbindlichkeiten eine Verzinsung mit dem EONIA zzgl. eines Aufschlag von 0,25 % in Ansatz gebracht werde, während hinsichtlich des an eine Schwestergesellschaft gewährten Darlehens kein Aufschlag vereinbart worden sei.

Der Wert der Ausgleichszahlung pro Aktie aus den 1996 geschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen in Höhe von 257,14 DM (unter Einschluss der damals relevanten Körperschaftsteuergutschrift), sei zumindest zur Plausibilisierung des Unternehmenswert heranzuziehen, bzw. als Untergrenze der zu gewährenden angemessenen Abfindung. Unter Berücksichtigung eines Basiszinssatzes vor Steuern von 1,25 % (vgl. Anlage A6, Anlagenordner AG)/nach Steuern von 0,92 %, einer Marktrisikoprämie von 4,5 % und einem



Betafaktor von 1,0, ergebe sich auf Basis der Ausgleichszahlung von 191,42 DM (was 98,13 € entspreche) eine Barabfindung in Höhe von 3621,03 €. Berücksichtige man die anrechenbare Körperschaftsteuergutschrift, sei eine Ausgleichszahlung von 131,47 € zu Grunde zu legen, weshalb sich die Barabfindung auf 4.851,29 € belaufe.

Zudem müsse berücksichtigt werden, dass die RdH seit Abschluss des Unternehmensvertrages ihr operatives Geschäft auf i übertragen habe, wozu es nach § 179 a AktG der Zustimmung der Aktionäre bedurft habe, weshalb die Antragsteller im Rahmen der Bewertung des Unternehmens so zu stellen seien, als habe diese Veränderung der Vermögens-/Ertragssituation nicht stattgefunden. Letztlich sei die RdH Zahlungen an die Antragsteller aufgrund des BGAV schuldig geblieben (vgl. Blatt 7 GA VI).

Nach Auffassung der Antragstellerin zu 10 komme es für die Maßgeblichkeit des Barwerts der Ausgleichszahlung nicht auf den Fortbestand des Unternehmensvertrages an, sondern darauf, ob dieser zum Stichtag ungekündigt sei, was dem Handelsregister-Auszug vom 5. Juni 2018 entnommen werden könne (Anlage ASt 6, Anlagenordner ASt II). Anhaltspunkte für die Absicht, die seit 22 Jahren bestehenden Unternehmensverträge zu kündigen, bestünden nicht und seien von der Antragsgegnerin nicht vorgetragen worden. In Bezug auf die Antragstellerin zu 10., die die Abfindung als Aktiengesellschaft zu 95 % steuerfrei vereinnahme, sei eine Nachsteuerbetrachtung unter Zugrundelegung einer natürlichen steuerpflichtigen Person unangemessen, weshalb eine Vorsteuerbetrachtung anzustellen sei. Die Antragstellerin zu 10. beantragt, der Antragsgegnerin aufzugeben, die Unternehmensverträge vom 1. Dezember 1995 und vom 14. November 1996 vorzulegen.

Der gemeinsame Vertreter hält die angebotene Abfindung für unangemessen und den Barwert der Ausgleichszahlung für maßgeblich, um die angemessene Abfindung zu ermitteln. Insoweit sei vom sachverständigen Prüfer die angemessene Höhe des von der Antragsgegnerin ihrer Berechnung zu Grunde gelegten Kapitalisierungszinssatzes zu ermitteln. Die vereinbarte Verzinsung von Verbindlichkeiten gegenüber verbundenen Unternehmen mit dem EONIA, zzgl. eines Aufschlags von 0,25 %, sei unangemessen. Auch der vereinbarte Darlehenszinssatz sei für ein gesichertes Darlehen zu niedrig. Er vertritt die Auffassung, ausstehende Ausgleichszahlungen aus dem BGAV an die Antragsteller zu 7. und 8. würden zu einer höheren angemessenen Abfindung führen.

Die Antragsteller beantragen die angemessene Barabfindung für die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin mit einem höheren Wert als 1053,13 € festzusetzen, den sie teilweise beziffern; die Antragsteller zu 4. bis 6. mit 4067 € pro Aktie.

Die Antragsgegnerin beantragt die Zurückweisung sämtlicher Anträge.

Die Anträge der Antragsteller zu 1. und 2. sowie 4. bis 6. seien unzulässig, da der Nachweis ihrer Aktionärseigenschaft bezogen auf den Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Squeeze Out, also mit Eintragung in das Handelsregister am 21. September 2017, mit den vorgelegten Unterlagen nicht geführt sei. Die Anträge der Antragsteller zu 9. und 10. seien unzulässig, weil ihre Beteiligtenfähigkeit nicht ausreichend belegt sei.

Sie hält die in der Hauptversammlung vom 29. Juni 2017 beschlossene Barabfindung für das Ausscheiden der Minderheitsaktionäre für angemessen.

Die Bewertung nach dem Net Asset Value (NAV) sei eine anerkannte und übliche Bewertungsmethode, die in der Rechtsprechung für die hier in Rede stehende Bewertung einer vermögensverwaltenden Gesellschaft anerkannt sei (vgl. Seite 5 f. des

Bewertungsgutachtens), weshalb gegen das angewandte Verfahren gerichtete Einwendungen ohne Grundlage seien. Der sachverständige Prüfer habe die Bewertung nach dem NAV für sachgerecht erachtet und ausgeführt, dass der Ansatz des NAV tendenziell zu höheren Unternehmenswerten führe (vgl. Seite 17 f., 20 Prüfungsbericht).

Die Ermittlung der Barabfindung nach dem NAV sei zutreffend erfolgt. Der Einwand der unterschiedlichen Verzinsung von Forderungen und Verbindlichkeiten gehe fehl. Insoweit entspreche der Marktwert verzinslicher Forderungen und Verbindlichkeiten im Rahmen der Ermittlung des NAV jeweils dem Buchwert, sofern eine marktübliche Verzinsung vorliege. Dies sei vorliegend sowohl für die Verzinsung der Darlehensforderung (vertragsgemäß) zum 1-Monats-EURIBOR als auch für die (im Wesentlichen aus Cashpool-Verbindlichkeiten bestehenden) Verbindlichkeiten (vertragsgemäß) mit EONIA zzgl. 0,25 Prozentpunkten, der Fall, was vom Bewertungsgutachter (auf Seite 8 f, 12 f. des Bewertungsgutachtens) dargelegt werde. Die nachteilige Verzinsung der Darlehensforderung sei Ausdruck der guten Bonität des Honeywell-Konzerns, habe aber keinen Einfluss auf den ermittelten NAV, weil auch eine günstigere Verzinsung dem Marktwert und damit dem Buchwert der Forderung entspreche, und eine nachteilige Weisung sei von der RdH ohnedies hinzunehmen, ohne dass dieser Nachteil auszugleichen wäre. Davon, dass die RdH - ohne einen Beschluss der Hauptversammlung nach § 179 a AktG einzuholen - „ausgeplündert“ worden sei, könne keine Rede sein. Schließlich habe sich der Unternehmenswert von 291.444.348,44 € am 20. Dezember 1996 (Stichtag für den BGAV) nur auf rd. 220 Millionen € zum 29. Juni 2017 verringert (vgl. Bewertungsgutachten, Seite 15 ff.). Ohnedies müsse der Aktionär, der (wie die Antragsteller) zum Zeitpunkt des Unternehmensvertrages den Ausgleich wähle und nicht gegen Abfindung aus der Gesellschaft ausscheide, das mit der Beherrschungssituation einhergehende Risiko einer Auszehrung des Unternehmens hinnehmen (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, juris Rn. 27). Entgegen anderslautender Auffassungen von Antragstellern habe der Bewertungsgutachter auch die Verpflichtung der Antragsgegnerin zu einem Verlustausgleich berücksichtigt. Der zum 29. Juni 2017 ermittelte Wert je Aktie von 1.051,17 € sei unter Berücksichtigung der Ausgleichsverpflichtung auf 1.053,12 € je Aktie festgesetzt worden (vgl. Seite 16 f. Bewertungsgutachten).

Da im Rahmen der Unternehmenswertermittlung nach dem NAV eine Marktrisikoprämie keine Rolle spiele, gehe der gegen deren Höhe erhobene Einwand von vornherein fehl.

Die Auffassung der Antragsteller, dass der Barwert der Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG für die Barabfindung gemäß § 327b AktG maßgeblich sei, bzw. deren Untergrenze bilde, treffe nicht zu. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs habe sich der Wert des Anteils durch Abschluss eines Unternehmensvertrages nicht vollständig vom Unternehmenswert abgekoppelt, bzw. nicht dahingehend gewandelt, dass sich sein Wert allein über die Ausgleichszahlungen bestimme (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, juris Rn. 23 f., 26). Damit sei eine Berechnung der angemessenen Barabfindung beim Squeeze Out alleine anhand des Barwerts der Ausgleichszahlung ausgeschlossen. Der Barwert der Ausgleichszahlung sei auch nicht als Untergrenze der Barabfindung beim Squeeze Out in Ansatz zu bringen. Diese Frage habe der Bundesgerichtshof in seinem vorgenannten Beschluss explizit offen gelassen (aaO, Rn. 30). Eine Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlung als Untergrenze würde auf die Bewertung des falschen Objekts hinauslaufen, da ein schuldrechtlicher Anspruch bewertet würde und nicht die Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft zum Stichtag. Die Beteiligung an einem Unternehmen umfasse nicht nur die Aussicht auf eine Dividende, sondern darüber hinaus den Anteil an der Vermögenssubstanz. Der Barwert der Ausgleichszahlung betreffe aber nur einen vorübergehenden, pauschalierten Ersatz für die Dividende, also nur einen Aspekt, weshalb dieser keinen Rückschluss auf die Vermögenssubstanz des Unternehmens zulasse. Es

komme hinzu, dass kaum prognostiziert werden könne, wie lange der (jederzeit kündbare) Unternehmensvertrag laufe. Vor dem Hintergrund der auf der Basis eines anderen Steuerregimes und eines höheren Zinsniveaus abgeleiteten Ausgleichszahlung könne keinesfalls davon ausgegangen werden, dass es sich bei der Ausgleichszahlung um eine auf ewig sichere, garantierte Rendite handle. Auch würde der Stichtagsprinzip durch die Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlung verletzt, da für die Ermittlung der Barabfindung zum Stichtag 29. Juni 2017 der Wert des Unternehmens zum 20. Dezember 1996 (Stichtag für den BGAV) herangezogen würde, womit ein über 20 Jahre zurückliegender Zustand fortgeschrieben würde. Zwar könne nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs dem nach einem BGAV in der Gesellschaft verbleibenden Aktionär nicht die Chance auf eine künftige Steigerung der Erträge genommen werden (aaO, Rn. 27). Dem stehe aber das Risiko gegenüber, dass die Erträge der Gesellschaft nach Beendigung des Unternehmensvertrages geringer ausfallen würden. Dieses Verhältnis von Chance und Risiko würde gestört, erachte man den Barwert der Ausgleichszahlung als Untergrenze der Squeeze Out- Barabfindung. Denn der Aktionär würde zwar von positiven Entwicklungen profitieren, wäre aber andererseits vom Risiko einer negativen Veränderung des Unternehmenswerts entlastet, wofür keine Veranlassung bestehe. Die (geforderte) Berücksichtigung einer im Rahmen eines im Jahr 2002 beabsichtigten aber nicht durchgeführten Squeeze Out angebotenen Barabfindung, verletze gleichermaßen der Stichtagsprinzip.

Letztlich sei der Ausgleich nicht mit dem Börsenwert vergleichbar, da der Ausgleich nicht von Vorneherein dem Verkehrswert entspreche, was konkret festgestellt werden müsse, wofür vorliegend keine Anhaltspunkte bestünden, welche auch nicht von den Antragstellern dargelegt würden. Hintergrund für die Heranziehung des Börsenwerts als weitere Untergrenze sei der Grundsatz, dass die Minderheitsaktionäre nicht weniger erhalten dürften, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt der Strukturmaßnahme erhalten hätten, weshalb es mit Art. 14 Abs. 1 GG unvereinbar sei, wenn bei der Ermittlung der Barabfindung der Börsenwert der Aktie außer Betracht bleibe. Die Berücksichtigung des Börsenkurses von börsennotierten Aktien als Wertuntergrenze gründe sich auf die Annahme, dass der durch Angebot und Nachfrage gebildete Börsenpreis regelmäßig mit dem Verkehrswert identisch sei. Demgegenüber sei die Ausgleichszahlung nicht - wie die (Börsen-)Verkehrsfähigkeit - eine der Aktie auf Dauer anhaftende Eigenschaft, sondern diese könne jederzeit entschädigungslos entzogen werden und stelle demnach eine nach Art. 14 Abs. 1 GG nicht geschützte Gewinnerwartung dar. Der Barwert der Ausgleichszahlung werde nicht durch Angebot und Nachfrage gebildet, weshalb dieser keine Aussage darüber treffe, welchen Preis der Aktionär beim Verkauf seiner Aktie erzielen könne.

Die Antragsgegnerin vertritt die Auffassung, dass unter Berücksichtigung der vorgenannten Entscheidung des Bundesgerichtshofs (Beschluss vom 12. Januar 2016, aaO, Rn. 30) die Antragsteller im Einzelnen darzulegen hätten, weshalb im vorliegenden Fall der Barwert der Ausgleichszahlungen dem Verkehrswert der Aktie entspräche. Tatsächlich sei dies nicht der Fall. Denn die jeweils ermittelten Barwerte der Ausgleichszahlungen stellten nicht den Preis dar, den der Aktionär im Rahmen einer freien Desinvestitionsentscheidung erzielen könne. Ein Erwerber einer Aktie der RdH würde in der heutigen Situation nicht darauf vertrauen, dass der Unternehmensvertrag über einen unendlichen Zeitraum fortgeführt werde. Die Veräußerung der Anteile an der RdH durch das herrschende Unternehmen an ein anderes konzerninternes Unternehmen oder an einen Drittinvestor, ermögliche dem herrschenden Unternehmen die außerordentliche Kündigung. Ohnedies bestehe die jederzeitige Kündigungsmöglichkeit, deren Wahrnehmung durch das herrschende Unternehmen nahe liege, weil dieser in Relation zu den aktuellen Kapitalverhältnissen zu hohe Finanzierungskosten beinhalte. Demnach könne der Zufluss der Ausgleichszahlung nur zeitlich begrenzt im Kalkül berücksichtigt werden. Demnach entspreche der Verkehrswert dem anteiligen NAV der RdH zum

Bewertungsstichtag, dessen Erhöhung im Zeitraum zwischen Bewertungsstichtag und Zeitpunkt einer möglichen Kündigung des Unternehmensvertrages, auf der Grundlage der bestehenden Struktur der RdH, nicht zu erwarten sei.

Soweit die Antragsteller zu 4. bis 6. auf vergleichbare Aktien abheben würden, scheide bereits deshalb ein Vergleich aus, weil die genannten Aktiengesellschaften - anders als die RdH - operativ tätig seien, sodass deren aktuelle Börsenkurse auch Änderungen in der Ertragskraft seit Abschluss des Unternehmensvertrages widerspiegeln würden (vgl. Blatt 78 f. GA VII). Da für die RdH-Aktie kein (börslicher) Markt bestünde, müsse seitens der Antragsteller glaubhaft gemacht werden, dass eine RdH-Aktie tatsächlich zu einem bestimmten Preis habe veräußert werden können. Dies sei in Anbetracht der Besonderheiten der RdH, die über keinen operativen Geschäftsbetrieb verfüge, lediglich ihr (nahezu ausschließlich) aus einer kurzfristigen Darlehensforderung bestehendes Vermögen verwalte, nicht darstellbar.

Soweit die Antragsteller zu 1. sowie 7. bis 11. ihren Berechnungen den Mittelwertansatz zugrunde legen würden, wonach der Mittelwert aus dem Basiszins und dem risikoadjustierten Eigenkapitalkostensatz jeweils nach typisierten persönlichen Ertragsteuern angesetzt werde, handle es sich gleichermaßen um eine grundsätzlich vertretbare Berechnung, die indessen von den Antragstellern unzutreffend angewendet worden sei. Der Antragsteller zu 1. verzichte auf die Berücksichtigung der typisierten persönlichen Einkommensteuerbelastung und lege eine zu niedrige Marktrisikoprämie von 4,0 % zu Grunde. Die Antragsteller zu 7. bis 11. legten ihrer Berechnung darüber hinaus fehlerhaft nicht den als Mittelwert aus dem risikolosen Basiszins nach typisierten persönlichen Einkommensteuern (0,92 %) und den in ihrer Berechnung angenommenen risikoadjustierten Eigenkapitalkosten (5,42 %) zu Grunde. Passe man die Berechnung unter Berücksichtigung einer angemessenen Marktrisikoprämie von 5,5 % nach persönlichen Einkommensteuern an, führe dies unter Berücksichtigung eines Betafaktors von 1,0 zu einem niedrigeren Barwert der Ausgleichszahlung (vgl. Blatt 82 f. GA VII).

Die vom sachverständigen Prüfer seiner Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlung zu Grunde gelegte Annahme einer unendlichen Dauer des Unternehmensvertrages, sei unberechtigt. Aufgrund der jederzeitigen Kündigungsmöglichkeit des Unternehmensvertrages sei es nicht angemessen, von einer unendlichen Laufzeit auszugehen. Eine solche liege vorliegend auch deshalb nicht nahe, weil die Ausgleichszahlung, bezogen auf den aktuellen Unternehmenswert (NAV) der RdH einer Verzinsung von 12,5 % p. a. (Ausgleichszahlung gemäß BGAV), bzw. 9,3 % p. a. (Ausgleichszahlung gemäß Beschluss des Landgerichts Hannover) entspreche. Es könne demnach nicht erwartet werden, dass diese übermäßig hohe Verzinsung in Ansehung des im Übrigen niedrigen Zinsniveaus aufrechterhalten bleibe. Vor dem Hintergrund der Ausführungen des sachverständigen Prüfers zum Betafaktor sei zwar der seiner Berechnung zu Grunde gelegte Betafaktor von 0,5 vertretbar. Mit Blick auf die Möglichkeit, dass die RdH unter Berücksichtigung ihres satzungsmäßigen Unternehmensgegenstandes wieder eine operative Tätigkeit in der Industrie aufnehmen könnte, wäre aber auch ein Betafaktor in der Größenordnung von 1,0 vertretbar.

Die Auffassung des Antragstellers zu 1., es sei eine Plausibilisierung des Unternehmenswertes anhand der aufgrund des BGAV vom 14. November 1996 geschuldeten Barabfindung vorzunehmen, gehe fehl. Ersichtlich werde durch eine solche Betrachtung das Stichtagsprinzip verletzt, da vorliegend maßgeblicher Stichtag der 29. Juni 2017 sei, während für den BGAV Stichtag der 20. Dezember 1996 sei. Es erschließe sich von selbst, dass damit wesentliche Entwicklungen der Gesellschaft ausgeblendet würden sowie die mehrfache Änderung der steuerlichen Rahmenbedingungen.

Letztlich könne keine Rede davon sein, dass der sachverständige Prüfer über keine ausreichende Neutralität verfüge. Dieser sei von dem Gericht - in Abweichung von den seitens der Antragsgegnerin vorgeschlagenen Kandidaten - bestellt worden, um die Akzeptanz seines Prüfungsergebnisses zu erhöhen.

Zur Ergänzung des Sach- und Streitstandes wird auf die gewechselten Schriftsätze nebst Anlage Bezug genommen.

Der sachverständige Prüfer wurde in der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018 angehört. Wegen des Ergebnisses wird auf das Protokoll seiner Anhörung in der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018 Bezug genommen.

## **B.**

### **I. Die Anträge sind zulässig.**

Über die Zulässigkeit der Anträge der Antragsteller zu 9. und 10. hat die Kammer mit Beschluss vom 2. Mai 2018 entschieden, worauf Bezug genommen wird (Blatt 143 ff. GA VII). Die Antragsteller zu 1. und 2. sowie 4. bis 6. haben ihre Antragsberechtigung im Sinne von § 3 Satz 1 Nr. 2 i. V. m. § 1 Nr. 3 SpruchG mit den vorgelegten Urkunden nachgewiesen, vgl. § 3 Satz 3 SpruchG. Für den Nachweis in Betracht kommen grundsätzlich ein Depotauszug der Bank oder aber auch die Vorlage schriftlicher Bankbescheinigungen (Antczak/Fritzsche in Dreier/Fritzsche/Verfürth, Kommentar zum Spruchverfahrensgesetz, 2. Aufl., § 3, Rn. 27). Da die Übertragung der den Minderheitsaktionären zustehenden Aktien erst mit Eintragung in das Handelsregister wirksam wird und erst ab diesem Zeitpunkt die dann ausgeschiedenen Aktionäre antragsberechtigt sein können, kommt es auf den Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze Out in das Handelsregister an (Antczak/Fritzsche, aaO, Rn. 24), die hier am 21. September 2017 erfolgt ist. Der Antragsteller zu 1. hat danach seine Antragsberechtigung durch die Vorlage der Bankbestätigung vom 5. Dezember 2017 der comdirect Bank AG in Quickborn nachgewiesen (vgl. Anlagenordner ASt I, Nr. 1). Der Antragsteller zu 2. hat seine Antragsberechtigung durch Vorlage der Bankbestätigung vom 24. April 2018 der Deutsche Bank Privat- und Geschäftskunden AG in Frankfurt nachgewiesen (vgl. Anlagenordner ASt I, Nr. 2). Die Antragsteller zu 4. bis 6. haben ihre Antragsberechtigung durch die jeweils am 11. Dezember 2017 ausgestellte Bankbestätigung der Commerzbank AG in Würzburg nachgewiesen (Anlagenordner ASt I, Nr. 4 bis 6). Daraus, dass die jeweilige Antragstellerin/der jeweilige Antragsteller Aktionärin/Aktionär der RdH war und die Aktionärseigenschaft erst durch den Squeeze Out verloren hat, ist zwangsläufig abzuleiten, dass die Aktionärseigenschaft zum Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze Out im Handelsregister, bestanden haben muss (vgl. auch Ziff. 2. der Verfügung vom 3. April 2018; Blatt 88, GA VII).

### **II. Die zulässigen Anträge sind unbegründet.**

Die angebotene Abfindung von 1.053,12 € pro Aktie der Honeywell Riedel-de Haën AG ist angemessen i. S. v. § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG.

1. Ob die Abfindung angemessen ist, ist eine Rechtsfrage, die von dem Gericht zu beantworten ist (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 8 SpruchG Rn. 4). Die angemessene Abfindung entspricht dem Verkehrswert des Aktieneigentums, das vom Gericht im Wege der Schätzung analog § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln ist (BGHZ 147, 108, 116). Grundlage der Schätzung des Anteilswerts durch das Gericht können alle Wertermittlungen sein, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis

gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion nicht einhellig vertreten werden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13, juris, Rn. 77). Verfassungsrechtlich ist keine bestimmte Methode zur Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung vorgegeben (BVerfG, Beschlüsse vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, juris Rn. 61 und vom 30. Mai 2007 – 1 BvR 1267/06 – juris Rn. 23). Auch ist es nicht geboten, zur Bestimmung des „wahren“ Wertes stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Abfindung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen (vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10, juris Rn. 23). Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im gegebenen Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. August 2016 – I-26 W 17/13 (AktE), juris Rn. 42). Liegt allerdings der Börsenkurs der Gesellschaft oberhalb des dergestalt geschätzten Anteilswertes, so bildet dieser die Untergrenze für die zu gewährende Abfindung (BVerfGE 100, 289).

2. Unter Berücksichtigung der vorgenannten Grundsätze schätzt die Kammer auf der Grundlage der Ausführungen im Bewertungsgutachten vom 4. Mai 2017 sowie im (das Bewertungsgutachten bestätigenden) Prüfungsbericht des gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfers vom 5. Mai 2017, den anteiligen Unternehmenswert in Höhe von 1.053,12 € pro Aktie als angemessen. Die gegen diese Schätzung erhobenen Einwände bleiben ohne Erfolg. Die vorliegend vom Bewertungsgutachter vorgenommene Schätzung des Unternehmenswertes anhand des Net Asset Value (NAV) ist weder dem Grunde nach noch hinsichtlich seiner Anwendung zu beanstanden (dazu unter a)), der Barwert von Ausgleichszahlungen, die kraft BGAV vom 14. November 1996 geschuldet werden, ersetzt weder den so ermittelten anteiligen Unternehmenswert noch bildet dieser die Untergrenze für den angemessenen Ausgleich oder führt im Rahmen einer Plausibilisierung zu einer höheren Abfindung (dazu unter b)) und ein als Untergrenze der zu gewährenden Abfindung heranzuziehender Börsenkurs existiert mangels Börsennotierung der RdH nicht (dazu unter c)).

a) Die Schätzung des Unternehmenswertes anhand des NAV ist nicht zu beanstanden; dem Bewertungsgutachter sind bei der Anwendung ferner keine Fehler unterlaufen.

aa) Unter Berücksichtigung der Besonderheiten der RdH konnte vorliegend der Unternehmenswert anhand des NAV geschätzt werden.

(1) Der Unternehmenswert ist im Wege einer Schätzung zu ermitteln. Wenn dies nicht nach dem Börsenwert der gehaltenen Aktien geschieht, ist bei einem werbenden Unternehmen die Ertragswertmethode eine grundsätzlich geeignete Methode. Das schließt aber nicht aus, nach den konkreten Umständen des einzelnen Falles eine andere Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes anzuwenden. Entscheidend ist, dass die jeweilige Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (BGH, ZIP, 2016, 110, Rn 33 m.w.N.). Hinsichtlich des NAV handelt es sich um eine Methode für die Bewertung von Immobiliengesellschaften, welche sich auf europäischer Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat (Rehkugler/Goronczy in Rehkugler (Hrsg), Die Immobilie als Kapitalmarktprodukt, 2009, S 79; Wollny, Die Bewertung von Immobiliengesellschaften, BewPraktiker 3/2012, S. 103). Dabei wird der Wert einer Immobiliengesellschaft aus der Differenz der Marktwerte seines Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ermittelt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2016 – 21 W 36/15, juris Rn. 30 f.).

(2) Vorliegend findet die Anwendung des NAV seine Rechtfertigung darin, dass es sich bei der RdH um eine vermögensverwaltende Gesellschaft handelt, die seit dem Jahr 2003 nicht mehr operativ tätig ist und deren wesentliches Vermögen aus einer Darlehensforderung gegen ihre Schwestergesellschaft besteht. Nach Maßgabe der im Bewertungsgutachten (unter Tz. 23) zitierten Rechtsprechung und Literatur handelt es sich bei der Bewertung von vermögensverwaltenden Gesellschaften nach dem NAV um eine in der Rechtsprechung und Bewertungspraxis anerkannte und übliche Bewertungsmethode. Der sachverständige Prüfer hat hierzu ausgeführt, dass der Unternehmenswert nach dem IDW S1 zwar grundsätzlich mithilfe eines Zukunftserfolgswertverfahrens zu ermitteln sei, wohingegen die Wertermittlung des NAV der Methodik des Substanzwerts angenähert sei und deshalb im Sinne des IDW S1 zunächst nicht sachgerecht erscheine, weshalb der IDW S1 den NAV nicht vorsehe. Indessen würden die finanziellen Überschüsse aus Vermögensgegenständen und Schulden infolge der Anlageentscheidung der RdH, den wesentlichen Teil ihres Vermögens in einem Darlehen anzulegen, nicht durch die RdH geprägt, sondern ergäben sich aus den vorhandenen Vermögensgegenständen und Schulden per se. Mangels Synergien aus dem Zusammenwirken der Vermögensgegenstände und Schulden könne der Zukunftserfolgswert nicht höher als der Saldo der Marktwerte der Vermögensgegenstände und Schulden der RdH sein, weshalb es sachgerecht sei, den Unternehmenswert der RdH als NAV zu ermitteln (vgl. Seite 16 ff Prüfungsbericht). Da der Bewertungsgutachter bei seiner Ermittlung des NAV keinen (an sich vorzunehmenden) Abzug der kapitalisierten Verwaltungskosten vorgenommen habe und auch der Liquidationswert den NAV nicht erreichen könne, führe der Ansatz NAV vorliegend zu einem tendenziell höheren Unternehmenswert (Seite 17 f. Prüfungsbericht). Nach Maßgabe dessen bestehen seitens der Kammer keine Bedenken, die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Ermittlung des NAV der Schätzung des Unternehmenswerts der RdH zu Grunde zu legen. Die Antragsteller haben auch keine gegen die Anwendung des NAV sprechenden Gründe aufgezeigt. Soweit die Antragsteller zu 1. sowie 7. bis 11. einwenden, dass zusätzlich zur Ermittlung des NAV der Ertragswert nach IDW S1 zur Plausibilisierung habe ermittelt werden müssen, geht ihre Auffassung fehl. Nach der oben zitierten Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts (Beschluss v. 26. April 2011, aaO) ist es gerade nicht notwendig, jede erdenkliche Bewertungsmethode heranzuziehen, sondern es reicht aus, dass die angewandte Methode für den konkreten Bewertungsfall geeignet sowie in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung anerkannt ist. Dies ist vorliegend, wie sich den vorstehenden Ausführungen des sachverständigen Prüfers entnehmen lässt, die die Kammer überzeugen, der Fall.

bb) Das vorliegende Bewertungsgutachten, dessen Ergebnis vom (gerichtlich bestellten) sachverständigen Prüfer bestätigt wurde, bietet eine geeignete Grundlage für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswerts. Ein Bewertungsgutachten und der Bericht des sachverständigen Prüfers bieten jedenfalls dann eine hinreichende Schätzgrundlage, wenn die dortige Unternehmensbewertung auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Methoden beruht (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 148; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 2. Oktober 2017 – 9 W 3/14, AG 2018, Seite 200, 202). Dies ist hier hinsichtlich der gewählten Bewertungsmethode der Fall, wie sich aus den obigen Ausführungen ergibt. Entsprechendes gilt in Bezug auf die methodischen Einzelentscheidungen (dazu unter cc)).

Die gegen die Person des Bewertungsgutachters bzw. diejenige des sachverständigen Prüfers gerichteten Angriffe gehen fehl. Auf der Grundlage der Entscheidung des Bundesgerichtshofs vom 10. Januar 2017 (VI ZB 31/16, juris) lässt sich nicht begründen, dass der Bewertungsgutachter oder der sachverständige Prüfer aufgrund ihrer Tätigkeit in anderen aktienrechtlichen Spruchverfahren bezüglich anderer Bewertungsanlässe, die andere Unternehmen als die RdH betreffen, im vorliegenden Verfahren nicht die notwendige

Neutralität aufwiesen, um deren Bewertung/Stellungnahme der Schätzung des Unternehmenswerts der RdH zugrunde zu legen. Der der vorgenannten Entscheidung des Bundesgerichtshofs zu Grunde liegende Sachverhalt unterscheidet sich grundlegend von der hier in Rede stehenden Situation. Dort ging es um Schadensersatzansprüche wegen einer fehlerkonstruierten Hüftgelenksprothese, über die der gerichtlich bestellte Sachverständige bereits (für einen anderen Patienten, dem das Modell ebenfalls implantiert worden war) ein Privatgutachten erstellt hatte. In dieser Konstellation ist der Bundesgerichtshof davon ausgegangen, dass die Befürchtung, der Sachverständige werde nicht geneigt sein, bei der gerichtlich angeordneten Begutachtung von seinem früheren Privatgutachten abzuweichen oder sich gar in Widerspruch zu diesem zu setzen, nicht völlig von der Hand zu weisen sei (aaO, Rn. 10). Eine solche Konstellation ist vorliegend weder in Bezug auf den Bewertungsgutachter noch auf den sachverständigen Prüfer gegeben. Denn soweit diese in anderen Bewertungsfällen als Bewertungsgutachter, sachverständiger Prüfer oder Gerichtsgutachter tätig geworden sind, handelt es sich jeweils nicht um dasselbe Bewertungsobjekt, weshalb sie sich durch ihre vorgenannte Tätigkeit ersichtlich noch keine Auffassung zum hier in Rede stehenden Bewertungsobjekt (RdH) und den damit zusammenhängenden Einzelfragen gebildet haben. Es besteht danach vorliegend gerade nicht die Gefahr, im obigen Sinne durch eine Vorbefassung mit dem Bewertungsobjekt, nicht von einer einmal gefassten Meinung abzuweichen. Was die Antragsteller mit ihrem Einwand tatsächlich meinen, dass sich der Bewertungsgutachter und der sachverständige Prüfer zu den im Rahmen einer Unternehmensbewertung zu betrachtenden Einzelaspekten eine fachliche Meinung gebildet haben und an dieser mutmaßlich auch unter Berücksichtigung der von Antragstellern geäußerten (in der Fachwelt diskutierten) Gegenmeinungen festhalten werden, stellt einen völlig anderen Sachverhalt dar. Dass sich Sachverständige auf ihrem Fachgebiet eine fachliche Meinung gebildet haben und diese vertreten, liegt in der Natur der Sache und ist notwendig, um ihnen zu ermöglichen, ihre Tätigkeit als Sachverständiger/sachverständiger Prüfer in einem gerichtlichen Verfahren adäquat auszuüben. Denn die Aufgabe des Sachverständigen ist es, dem Gericht die zur Entscheidung benötigte Sachkunde zu vermitteln. Bei der hier in Rede stehenden Unternehmensbewertung setzt dies die Befassung mit und die Meinungsbildung über die damit zusammenhängenden, in der Wirtschaftswissenschaft diskutierten, Fachfragen voraus. Bedenken in Bezug auf die Neutralität ergeben sich aus diesem Aspekt mithin nicht.

Der gegen den sachverständigen Prüfer erhobene Einwand, die Ermittlung eines Barwerts der Ausgleichszahlung von 3.139,35 € bzw. 4.217,29 €, der deutlich unter dem von der Antragsgegnerin mit 4.552,09 € bzw. 6.114,88 € bezifferten Wert liege, zeige die Nähe des sachverständigen Prüfers zur Antragsgegnerin, entbehrt jeglicher Grundlage. Die Abweichung zeigt lediglich, dass der sachverständige Prüfer seine Bewertung auf eigene Überlegungen gestützt hat, welche im Einzelnen in seiner Stellungnahme vom 11. Juni 2018 dargelegt sind. Letztlich nicht überzeugend ist auch die Argumentation des Antragstellers zu 1., der dem Bewertungsgutachter vorhält, im Interesse der Antragsgegnerin, von vornherein nicht den Barwert der Ausgleichszahlungen ermittelt zu haben. Dies berücksichtigt nicht, dass sich der Bewertungsgutachter mit der Frage, ob eine Heranziehung des Barwerts der Ausgleichszahlungen bei der Bewertung geboten sei, umfassend auseinandergesetzt und dies verneint hat, weshalb es aus seiner Sicht folgerichtig war, den Barwert der Ausgleichszahlungen nicht zu ermitteln (vgl. Tz 84 ff. BGA).

cc) Der Bewertungsgutachter hat den NAV der RdH zum Stichtag 29. Juni 2017 zutreffend ermittelt.

(1) Der Bewertungsgutachter hat den NAV der RdH anhand einer Saldierung der Zeitwerte aller Vermögenswerte und Verbindlichkeiten der Gesellschaft zum 31. Dezember 2016



ermittelt und den Unternehmenswert zum Stichtag 29. Juni 2017 durch Fortschreibung unter Berücksichtigung wesentlicher zu erwartende Aufwendungen und Erträge bis zu diesem Zeitpunkt bestimmt (vgl. BGA, Tz 30 f.). Als wesentlicher Vermögenswert der RdH wurde dabei eine Darlehensforderung gegen in Höhe von 220.775.000 € aus einem Darlehensvertrag, der mit unbestimmter Laufzeit geschlossen wurde, kurzfristig kündbar ist und (vertragsgemäß) mit dem 1-Monats-EURIBOR verzinst wird, in Ansatz gebracht. Als wesentliche Darlehensverbindlichkeiten wurden Cashpool-Verbindlichkeiten gegenüber der berücksichtigt, die 2.558.000 € betragen und (vertragsgemäß) mit dem EONIA zuzüglich einem Aufschlag von 0,25 %-Punkten verzinst werden. Der Saldo aus Vermögen und Schulden führt danach zu einem NAV der RdH in Höhe von 221.155.000 € zum 31. Dezember 2016 (vgl. Tz 66 ff. BGA). Von einer Aufzinsung dieses Werts mit risikoäquivalenten Kapitalkosten auf den Bewertungsstichtag, hat der Bewertungsgutachter abgesehen und dies damit begründet, dass die RdH kein operatives Geschäft betreibe und ihre Erträge sowie Aufwendungen fast ausschließlich aus Darlehensforderungen und -verbindlichkeiten resultierten, weshalb eine Aufzinsung nicht sinnvoll sei (vgl. Tz 70 BGA). Aus diesem Grund hat der Bewertungsgutachter den NAV unter Berücksichtigung der zu erwartenden Erträge und Aufwendungen auf den 29. Juni 2017 approximiert. Dabei sind die jeweils vertraglich vereinbarten Zinskonditionen und aktuellen Marktzinsen zu Grunde gelegt worden, für den Darlehensvertrag mithin der jeweilige 1-Monats-EURIBOR, der zum 28. April 2017 bei -0,374 % lag und bezüglich der Cashpool-Verbindlichkeiten der EONIA, der zum 28. April 2017 bei -0,351 % lag, zzgl. eines Aufschlags von 0,25 %-Punkten (BGA, Tz 71, 33 ff.). Daraus errechnet sich zum 29. Juni 2017 ein Unternehmenswert der RdH von 220.747.000 €, der aufgrund des negativen 1-Monats-EURIBOR unter dem Wert zum 31. Dezember 2016 (221.155.000 €) läge. Aufgrund der mit dem BGAV verbunden Pflicht der herrschenden Gesellschaft zum Ausgleich eines etwaigen Verlustes, wäre die Wertminderung indes von der auszugleichen, sodass sich zum 29 Juni 2017 - unter Berücksichtigung der Ausgleichspflicht - gleichermaßen ein Wert von 221.155.000 € ergibt. Nach Maßgabe des 2.100.000 DM betragenden Grundkapitals der RdH, eingeteilt in 210.000 Stück auf den Inhaber lautende Stammaktien im Nennbetrag von je 10 DM, errechnet sich ein Wert je Aktie in Höhe von 1053,12 € (vgl. BGA, Tz 72 ff.). Der sachverständige Prüfer hat in seinem Prüfungsbericht ausgeführt, dass der NAV zum 29. Juni 2017 auch nach seinen Feststellungen 221.155.000 € betrage (PB, Seite 20). Dem hat er gleichermaßen die Annahme zugrunde gelegt, dass der Marktwert des wesentlichen Vermögensgegenstandes der RdH höchstens dem als Buchwert angesetzten Nominalwert entspricht. Denn erhöhte man den Zinssatz für das Darlehen um einen Aufschlag, was bei einer Darlehensvergabe an einen fremden Dritten erwägenswert wäre, würden sich höhere Zuflüsse aus Zinszahlungen an die RdH ergeben. Da aber im Vergleich zu einer Darlehensvergabe mit einem Aufschlag auf den Referenzzinssatz ein Darlehen ohne Aufschlag einen geringeren Wert habe, entspreche der Marktwert des wesentlichen Vermögensgegenstandes der RdH mithin höchstens dem als Buchwert angesetzten Nominalwert (vgl. PB, Seite 18). Ergänzend hat der sachverständige Prüfer hierzu in der mündlichen Verhandlung erläutert, dass wenn man eine marktunüblich zu niedrige Verzinsung mit dem 1-Monats-EURIBOR annähme, die Forderung niedriger bewertet werden müsse, was einen geringeren NAV zur Folge hätte (vgl. Seite 4 des Protokolls). Anhaltspunkte dafür, dass neben den in der Bilanz zum 31. Dezember 2016 ausgewiesenen Vermögensgegenständen weitere Vermögenswerte vorhanden sind, hatte der sachverständige Prüfer nicht. Soweit der Bewertungsgutachter auf die Berücksichtigung der zukünftigen Verwaltungskosten verzichtet habe, wirke sich dies zugunsten der Minderheitsaktionäre aus (vgl. PB, Seite 19). Letztlich sei auch die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Approximation zum 29 Juni 2017 nicht zu beanstanden. Ein im Zeitraum 1. Januar bis 29. Juni 2017 erwirtschafteter Überschuss sei infolge der aktuellen Zinskonditionen nicht zu erwarten, der sich - wegen der Verminderung der insoweit korrespondierenden Gegenforderungen an - auch nicht aus einer denkbaren Auflösung von

Pensionsrückstellungen ergäbe. Andere Bewertungsverfahren führten nach den Feststellungen des sachverständigen Prüfers jedenfalls zu keinem höheren Wertansatz (vgl. Seite 17, 20 f. PB). Mangels Synergien aus dem Zusammenwirken der Vermögensgegenstände und Schulden könne der Zukunftserfolgswert nicht höher als der Saldo der Marktwerte der Vermögensgegenstände und Schulden der RdH sein (Seite 17 PB). Die von Antragstellern geforderte Ermittlung des Unternehmenswertes nach dem Ertragswertverfahren, führe danach nicht zu einem höheren Unternehmenswert (vgl. Seite 3 des Protokolls der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018).

(2) Die Ausführungen im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht, dessen Inhalt der sachverständige Prüfer anlässlich seiner Anhörung am 26. September 2018 bestätigt hat, sind für die Kammer uneingeschränkt nachvollziehbar, die dagegen erhobenen Einwendungen sind demgegenüber unbegründet, weshalb der auf der Grundlage des NAV der RdH in Höhe von 221.155.000 € ermittelte Wert der Aktie zum 29. Juni 2016 in Höhe von 1053,12 € der Schätzung der angemessenen Barabfindung gemäß § 287 Abs. 2 ZPO zugrunde gelegt werden kann.

(a) Der Einwand, dass zusätzlich zum Zwecke der Plausibilisierung der Ertragswert nach IDW S 1 (2008) habe ermittelt werden müssen, geht schon deshalb fehl, weil es nicht geboten ist, zu Bestimmung des „wahren“ Wertes stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen (vgl. BVerfG, Beschluss vom 26. April 2011 - 1 BvR 26 58/10, juris Rn. 23). Zudem ergibt sich aus den obigen Ausführungen des sachverständigen Prüfers, die er in der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018 noch einmal erläutert hat, dass eine Bewertung der RdH nach dem Ertragswertverfahren zu keinem höheren Unternehmenswert führen würde als der Ansatz des NAV. Insoweit ist die Besonderheit der RdH zu berücksichtigen, die keiner operativen Tätigkeit nachgeht, weshalb Mangels Synergien aus dem Zusammenwirken der Vermögensgegenstände und Schulden der Zukunftserfolgs nicht höher als der Saldo der Marktwerte der Vermögensgegenstände und Schulden sein kann. Zudem würde die Ertragswertermittlung auch insoweit Schwierigkeiten aufwerfen, als Vergleichsunternehmen nicht vorhanden und - mit Unwägbarkeiten verbundene - Prognosen (etwa zur Laufzeit der Unternehmensverträge) anzustellen sind.

(b) Auch die Argumentation, bei der Bewertung von Forderungen und Verbindlichkeiten habe von einer einheitlichen Verzinsung ausgegangen werden müssen, mit der Folge, dass nicht nur hinsichtlich der Verbindlichkeiten ein Aufschlag von 0,25 %-Punkten zum EONIA vorgenommen werden dürfe, geht nach den Ausführungen des sachverständigen Prüfers fehl. Dem steht bereits entgegen, dass die Zinssätze der Darlehensforderung und der Verbindlichkeiten den jeweiligen vertraglichen Vereinbarungen entsprechen, was der sachverständige Prüfer anlässlich seiner Anhörung bestätigt hat. Er hat hierzu ausgeführt, dass er sich die Verträge im Rahmen seiner Prüfungshandlungen habe vorlegen lassen, woraus sich die vorgenannten Feststellungen ergeben hätten. Als weiterer Aspekt kommt hinzu, dass bei verzinslichen Forderungen die Buchwerte den Marktwerten entsprechen, sofern eine marktübliche Verzinsung vorliegt. Bei einer variablen Verzinsung auf Basis eines Referenzzinssatzes wie beispielsweise dem EURIBOR ist von einer marktüblichen Verzinsung auszugehen, wenn sich im Zinsaufschlag das Ausfallrisiko des Schuldners widerspiegelt. Auch bei verzinslichen Verbindlichkeiten entsprechen die Buchwerte den Marktwerten, sofern eine marktübliche Verzinsung vorliegt, was bei einer variablen Verzinsung auf Basis eines Referenzzinssatzes anzunehmen ist, wenn sich im Zinsaufschlag das Ausfallrisiko der bewerteten Gesellschaft widerspiegelt (vgl. Creutzmann, BewPraktiker 9/2017, Seite 74, 77). Dass vorliegend die (jeweilige) Verzinsung marktüblich ist, hat der sachverständige Prüfer überzeugend damit begründet, dass dies stets der Fall ist, wenn der Nominalwert dem Zeitwert entspricht. Dies ist vorliegend der Fall, weil der RdH für den Fall, dass der

Darlehensvertrag gekündigt würde, der Nominalwert des Darlehens zustünde. Der in diesem Zusammenhang erhobene Einwand, dass Cashpool-Forderungen und -Verbindlichkeiten üblicherweise in gleicher Höhe verzinst würden, geht bereits deshalb fehl, weil es sich vorliegend nicht um Forderungen und Verbindlichkeiten handelt, die Bestandteil eines Cashpools sind. Vielmehr besteht ein Teil der Verbindlichkeiten der RdH aus Cashpool-Verbindlichkeiten, während gesondert davon ein Darlehensvertrag mit der geschlossen worden ist. Die Annahme, bei der Bewertung habe zumindest hypothetisch davon ausgegangen werden müssen, dass das an die ausgeliehene Kapital (an einen Dritten) zu höheren Zinssätzen habe ausgeliehen werden können, ist nach den vorstehenden Ausführungen gleichermaßen unberechtigt, weil es insoweit nur auf die Marktüblichkeit der Verzinsung ankommt. Überdies würde eine höhere Verzinsung der RdH keine Gewinne einbringen, weil sie zur vollständigen Gewinnabführung an verpflichtet. Letztlich ist die Annahme unberechtigt, das Bewertungsgutachten berücksichtige nicht, dass der RdH gegenüber der infolge der zu niedrigen Verzinsung ihrer Forderung Verlustausgleichsansprüche zustünden. Tatsächlich berücksichtigt das Bewertungsgutachten die Verlustausgleichsansprüche indem nicht der geringe Unternehmenswert zum 29. Juni 2017, der Folge der Negativzinsen nach dem 1-Monats-EURIBOR ist, sondern der höhere Unternehmenswert zum 31. Dezember 2016 zugrunde gelegt wurde (BGA, Tz 79). Diese Einschätzung hat der sachverständige Prüfer anlässlich seiner Anhörung ausdrücklich bestätigt (Seite 5 des Protokolls der Anhörung vom 26. September 2018).

(c) Anhaltspunkte für eine Unvollständigkeit der der Ermittlung des NAV zu Grunde gelegten Tatsachen hat die Kammer nicht. Der sachverständige Prüfer hat hierzu explizit ausgeführt, dass er sich die relevanten Verträge/Unterlagen habe vorlegen lassen und keine Anhaltspunkte für eine Unrichtigkeit oder Unvollständigkeit gehabt habe. Vor diesem Hintergrund bedarf es der von den Antragstellern zu 7 bis 11 geforderten Vorlage des unter Tz. 35 im Bewertungsgutachten thematisierten versicherungsmathematischen Gutachtens nicht, dem der Bewertungsgutachter den in der Bilanz zum 31. Dezember 2016 ausgewiesenen Erfüllungsbetrag für Rückstellungen für Pensionen entnommen hat. Nach den Ausführungen des sachverständigen Prüfers hat die Kammer keine Anhaltspunkte dafür, dass die der Bilanz entnommenen Werte nicht mit dem versicherungsmathematischen Gutachten übereinstimmen, sodass nicht ersichtlich und von den Antragstellern zu 7 bis 11 auch nicht vorgetragen ist, dass sich aus der Vorlage des Gutachtens Anhaltspunkte für die Unrichtigkeit des ermittelten NAV ergeben würden. Entsprechendes gilt in Bezug auf die von der Antragstellerin zu 10 beantragte Vorlage der Unternehmensverträge vom 1. Dezember 1995 und vom 14. November 1996. Deren Inhalt ist unstreitig, weshalb sich nicht erschließt welche Erkenntnisse sich daraus für den vorliegenden Bewertungsfall ergeben sollen, sodass eine Vorlage nicht geboten erscheint. Fehl geht auch die Auffassung, die wegen der Übertragung des operativen Geschäfts auf die notwendige Zustimmung der Aktionäre nach § 179a AktG bedinge, dass die Aktionäre so gestellt werden müssten, als habe die vorhergehende Vermögens-/Ertragssituation bestand. Tatsächlich kann keine Rede davon sein, dass die RdH ihr ganzes Gesellschaftsvermögen übertragen hat. Ihr wesentlicher Vermögenswert, die Forderung aus dem der gewährten Darlehen über rd. 220 Mio. €, besteht nach wie vor. Letztlich greifen weder die die Abwicklung der Zahlungen aufgrund des BGAV noch deren Besteuerung betreffende Einwendungen durch. Inwieweit aufgrund des BGAV Zahlungen seitens der RdH geleistet wurden ist eine Frage der Abwicklung und hat ersichtlich keinen Einfluss auf den Unternehmenswert. Die Besteuerung der Ausgleichszahlungen erfolgt anhand einer typisierten Betrachtung, weshalb es nicht darauf ankommt, ob die Antragstellerin zu 10. Aktiengesellschaft oder eine natürliche Person ist. Nur nebenbei bemerkt betrifft der in diesem Zusammenhang gehaltene Sachvortrag der Antragstellerin zu 10. nicht zu, dass sie als Aktiengesellschaft die Abfindung zu 95 % steuerfrei vereinnahmt. Das Gegenteil ergibt

sich vielmehr aus der von der Antragstellerin zu 3. (ebenfalls einer Aktiengesellschaft) als Anlage ASt 7 vorgelegten Abrechnung.

(d) Soweit Antragsteller der Auffassung sind, zu einem früheren Zeitpunkt ermittelte Unternehmenswerte der RdH müssten jedenfalls zur Plausibilisierung herangezogen werden, so sei man bei einem im Jahr 2002 beabsichtigten (aber nicht durchgeführten) Squeeze Out davon ausgegangen, dass die Barabfindung pro Aktie 1278 € betrage und der den BGAV betreffende Beschluss der 6. Kammer für Handelssachen vom 15. Januar/6. März 2013 gehe von einer angemessenen Barabfindung gemäß § 305 Abs. 3 AktG in Höhe von 1387,83 € aus, liegt ersichtlich ein Verstoß gegen das Stichtagsprinzip vor. Die Festsetzung der angemessenen Barabfindung gemäß § 305 Abs. 3 AktG auf (umgerechnet) 1387,83 € betraf den Stichtag 20. Dezember 1996. Es liegt auf der Hand, dass sich zum hier in Rede stehenden Stichtag (29. Juni 2017), mithin mehr als 20 Jahre später, Veränderungen im Unternehmenswert der RdH bzw. in den Kapitalmarktverhältnissen und bezüglich des Steuerregimes ergeben haben, die die Abweichungen erklären. Nichts anderes gilt in Bezug auf den im Jahr 2002 ermittelten Unternehmenswert, immerhin 15 Jahre vor dem hier relevanten Stichtag.

b) Der Barwert von Ausgleichszahlungen, die nach dem BGAV vom 14. November 1996, im Zusammenhang mit dem am 25. Oktober 1996 geschlossenen Vergleich, jährlich an die Aktionäre zu zahlen sind, den der sachverständige Prüfer in seiner Stellungnahme vom 11. Juni 2018/24. September 2018 in Bezug auf den tatsächlich an die Aktionäre fließenden jährlichen Ausgleich (Variante 9) mit 4.217,29 € beziffert hat, ersetzt weder den nach dem NAV ermittelten anteiligen Unternehmenswert, noch bildet dieser die Untergrenze für den angemessenen Ausgleich oder führt im Rahmen einer Plausibilisierung zu einer höheren Abfindung.

aa) Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist für die Angemessenheit der Barabfindung im Falle des Ausschlusses von Minderheitsaktionären nach §§ 327a, b AktG bei Vorliegen eines (Beherrschungs- und) Gewinnabführungsvertrages der auf den Anteil des Minderheitsaktionärs entfallende Anteil des Unternehmenswerts jedenfalls dann maßgeblich, wenn dieser höher ist als der Barwert der aufgrund des (Beherrschungs- und) Gewinnabführungsvertrages dem Minderheitsaktionär zustehenden Ausgleichszahlung (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 - II ZB 25/14, juris Rn. 19). Obwohl der Unternehmensvertrag, auf dem die Ausgleichszahlungen beruhen, zu einem früheren Zeitpunkt abgeschlossen wurde, gehört er gleichwohl zu den Verhältnissen der Gesellschaft im nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre, wenn er zu diesem Zeitpunkt noch Bestand hat und von seinem Fortbestand auszugehen ist (aaO, Rn. 20). Indessen deckt eine mittels der Ausgleichszahlungen berechnete Abfindung den vollständigen, „wahren“ Wert der Beteiligung u. U. deshalb nicht ab, weil die Beteiligung an einem Unternehmen in vermögensrechtlicher Hinsicht nicht nur die Aussicht auf eine Dividende umfasst, die vorliegend vorübergehend durch den festen Ausgleichsanspruch ersetzt wird, sondern darüber hinaus den Anteil an der Vermögenssubstanz, weshalb der Wert des Anteils jedenfalls dann nicht zutreffend abgebildet wird, wenn sich der Unternehmenswert seit dem Stichtag, auf den die angemessenen Ausgleichszahlungen im Sinne des § 304 AktG ermittelt wurden, erhöht hat. Der Unternehmensvertrag führt demnach nicht dazu, dass sich der Wert der Aktie allein noch über die Ausgleichszahlungen bestimmt und der Aktionär am Unternehmenswert im Übrigen nicht mehr teilnimmt (aaO, Rn. 25 f.).

Nach Maßgabe dessen kann vorliegend nicht davon ausgegangen werden, dass der Barwert der Ausgleichszahlung den vorliegend nach dem NAV ermittelten anteiligen Unternehmenswert ersetzt. Denn der vom Oberlandesgericht Frankfurt vertretenen Auffassung, die angemessene Abfindung für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre nach § 327b AktG bestimme sich allein anhand des Barwertes der im Unternehmensvertrag vorgesehenen Ausgleichszahlung zum Bewertungsstichtag (vgl. Vorlagebeschluss vom 15. Oktober 2014 - 21 W 64/13, juris Rn. 13), hat der Bundesgerichtshof mit seiner obigen Entscheidung eine Absage erteilt. Danach bestimmt die Ausgleichszahlung gerade nicht den „wahren“ Wert der Beteiligung, sondern betrifft nur einen Aspekt, der bei der Bewertung des Anteils zu berücksichtigen ist, nämlich die Aussicht auf eine Dividende, die durch den festen Ausgleich ersetzt wird. Der Anteil an der Vermögenssubstanz bliebe demgegenüber bei einer solchen Betrachtung - wie sie das Oberlandesgericht Frankfurt anstellt - unberücksichtigt (BGH, aaO, Rn. 25). Zudem trifft die Auffassung des Oberlandesgerichts Frankfurt, bei einem unterstellten Fortbestehen des Unternehmensvertrages spiele der sich aus den zukünftigen Erträgen ergebende Unternehmenswert für den Wert des dem Minderheitsaktionär entzogenen Anteils grundsätzlich keine Rolle (Vorlagebeschluss vom 15. Oktober 2014, aaO, Rn. 25), schon deshalb nicht zu, weil sich der Wert des Anteils des (außenstehenden) Minderheitsaktionärs durch den Unternehmensvertrag nicht vollständig vom Unternehmenswert abgekoppelt hat (BGH, aaO, Rn. 24). Die sich aus der Entscheidung des Minderheitsaktionärs, in der Gesellschaft zu bleiben, ergebende Chance, dass sich die abhängige Gesellschaft nach Abschluss des Unternehmensvertrages positiv entwickelt, mithin die Dividende nach einer Beendigung des Unternehmensvertrages höher als der Ausgleich ausfällt, kann bei der Bewertung der Barabfindung im Sinne von § 320b AktG nicht außer Betracht bleiben (BGH, aaO, Rn. 27). Dies wäre aber der Fall, wenn - wie vom Oberlandesgericht Frankfurt vertreten - der Barwert der Ausgleichszahlung an die Stelle des zum Stichtag für den Squeeze Out ermittelten Unternehmenswertes, bzw. des daraus abgeleiteten Wertes der Aktie, träte.

Der vom sachverständigen Prüfer - mit für die Kammer uneingeschränkt nachvollziehbaren Erwägungen, die er in der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018 noch einmal dargelegt und bekräftigt hat - mit 4.217,29 € berechnete Barwert der Ausgleichszahlungen liegt - anders als in der vom Bundesgerichtshof entschiedenen Konstellation - nicht unterhalb des vorliegend nach dem NAV ermittelten anteiligen Unternehmenswerts von 1.053,12 € zum Stichtag 29. Juni 2017, sondern deutlich darüber. Als Grundlage für die Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung heranzuziehen war der mit Vergleich vom 25. Oktober 1996 festgelegte Wert der Bruttoausgleichszahlung vor persönlichen Steuern (26,375 %) in Höhe von (umgerechnet) 131,47 € und nicht die durch die Beschlüsse des Landgerichts Hannover vom 15. Januar und 6. März 2013 bestimmten angemessenen jährlichen Ausgleichszahlungen in Höhe von (umgerechnet) 97,87 €. Denn - wie schon gesagt - gehört der Unternehmensvertrag, auf dem die Ausgleichszahlungen beruhen, wenngleich dieser zu einem früheren Zeitpunkt abgeschlossen worden ist, gleichwohl zu den Verhältnissen der Gesellschaft zum nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Stichtag, wenn er zu diesem Zeitpunkt noch Bestand hat und von seinem Fortbestand auszugehen ist. Dadurch werden nämlich die Erträge des Aktionärs bestimmt, die zu den bei der Bewertung zum Stichtag nach § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG maßgeblichen Gesichtspunkten gehören können (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016, aaO, juris Rn. 20). Daraus ist abzuleiten, dass es nur auf die tatsächlich gezahlten Ausgleichszahlungen ankommen kann und nicht auf diejenigen, die das Landgericht Hannover am 15. Januar/6. März 2013 festgesetzt hat. Die an die (außenstehenden) Aktionäre jährlich geleisteten Ausgleichszahlungen belaufen sich aufgrund des vorgenannten Vergleichs tatsächlich auf 131,47 € (vgl. Anlage ASt 7, Anlagenordner ASt II), sodass dieser Betrag die Dividende ersetzt und nicht derjenige des gerichtlich festgelegten angemessenen Wertes. Die lediglich deklaratorische Festsetzung durch das Landgericht

kommt auch im Beschluss vom 15. Januar 2013 (auf Seite 9, 4. Absatz) zum Ausdruck, in dem es heißt, dass: „*diese Festsetzung deshalb keine Auswirkungen entfallen dürfte, da der Vergleich auch mit Wirkung für die Antragsteller günstiger ist und diese daher eher im Verhältnis zur Antragsgegnerin auf den Vergleich zurückkommen.*“ Folgerichtig muss deshalb der Betrag der tatsächlich geleisteten Ausgleichszahlungen auch zur Ermittlung des Barwertes herangezogen werden.

Im Ergebnis kann die Frage, welcher Wert der Ausgleichszahlungen der Ermittlung des Barwertes zugrunde zu legen ist, aber ebenso dahingestellt bleiben, wie die gegen den vom sachverständigen Prüfer ermittelten Barwert der Ausgleichszahlung erhobenen Einwendungen, denen er anlässlich seiner Anhörung als sachverständiger Zeuge in der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018 in für die Kammer überzeugender Weise begegnet ist (vgl. Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 26. September 2018). Weder erweist sich die vom sachverständigen Prüfer seiner Berechnung des Barwertes der Ausgleichszahlung zugrunde gelegte Annahme einer unendlichen Dauer des Unternehmensvertrages als unberechtigt, noch bestehen Bedenken gegen den vom sachverständigen Prüfer seiner Berechnung zu Grunde gelegten Betafaktor von 0,5. Bezüglich des erstgenannten Aspekts hat der sachverständige Prüfer unter Bezugnahme auf seine Stellungnahme vom 11. Juni 2018 (auf Seite 8 oben) ausgeführt, dass der BGAV jährlich kündbar ist, zum Stichtag keine Kündigung ausgesprochen war und auch keine Absichtserklärung vorlag diesen zu kündigen. In einer solchen Konstellation entspreche es der einhelligen Meinung in der Literatur, von einer unendlichen Dauer auszugehen. Allerdings sei dies nicht zwingend, zumal vorliegend wirtschaftliche Gründe für eine Kündigung sprächen, weil die Ausgleichszahlung in Relation zum Unternehmenswert unangemessen hoch sei. Bezogen auf den Unternehmenswert (NAV) der RdH entspreche die Ausgleichszahlung - wie von der Antragsgegnerin angegeben (Blatt 220 GA VIII) - einer Verzinsung von 12,5 % p. a., was deutlich über dem Zinsniveau am Kapitalmarkt liegt. Unter Berücksichtigung dessen hält es die Kammer - unter der Prämisse, dass der Barwert der Ausgleichszahlung (wie nicht) bei der Bewertung der RdH zum Stichtag heranzuziehen wäre - gleichermaßen für angemessen, bei der Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung von einer unendlichen Dauer des BGAV auszugehen. Was den weiteren Aspekt anbelangt, hat der sachverständige Prüfer hierzu ausgeführt, dass der von der Antragsgegnerin herangezogene Betafaktor von 1,0 den sofortigen Entschluss der RdH implizieren würde, sich das der gewährte Darlehen auszahlen zu lassen, dieses zu investieren und einen Geschäftsbetrieb aufzubauen. Da es sich insoweit nur um eine Option handle, sei das sich daraus ergebende Risiko nicht mit 100 % gewichtet worden, sondern die unter Berücksichtigung der bestehenden Situation geringere Risikolage, nebst weiterer Aspekten, lasse das Risiko des Bewertungsobjekts durch einen Betafaktor von 0,5 zutreffend abgebildet erscheinen. Auch insoweit hält die Kammer die Ausführung des sachverständigen Prüfers für überzeugend. Nicht durchgreifend ist der Einwand des Antragstellers zu 1., wonach die vom sachverständigen Prüfer (entsprechend der Empfehlung nach IDW S 1) mit 5,5 % nach persönlichen Steuern in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie unangemessen sei, was sich dem Monatsbericht der Deutschen Bundesbank von Oktober 2017 (Seite 39 ff.) entnehmen lasse, wonach trotz sinkender Kapitalmarktzinsen die Kapitalrenditen bei deutschen Unternehmen gestiegen seien, woraus abgeleitet werden könne, dass die Marktrisikoprämie gesunken sei. Tatsächlich lässt sich aus dem Beitrag „*Zur Entwicklung der realen Kapitalrendite in Deutschland*“ nichts für die Auffassung des Antragstellers zu 1 herleiten, die Marktrisikoprämie müsse sinken. Vielmehr ergibt sich daraus die Aussage, dass „*die Aktienrisikoprämie, also der Zusatzertrag, den Investoren bei gegebenen Dividendenerwartungen und gegebener sicherer Alternativanlage für das Risiko eines Aktieninvestments erwarten, [...] hingegen über den verfügbaren Zeitraum einen Trendanstieg auf [weist].*“ (Vgl. Deutsche Bundesbank Monatsbericht Oktober 2017, Seite 39, 43). Da die Aktienrisikoprämie gleichzusetzen ist mit der Marktrisikoprämie,

die vereinfacht ausgedrückt, die Kosten für die Übernahme von Risiko darstellt (vgl. Meitner/Streitferdt in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Seite 618), zeigt sich daraus vielmehr, dass die vom Antragsteller zu 1 zitierte Textstelle aus dem Zusammenhang gerissen wurde und der Artikel das Gegenteil dessen beinhaltet, was seitens des Antragstellers zu 1 unter Bezugnahme darauf behauptet wird. Dem im Kontext mit seinen Einwänden gegen die in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie gestellten Antrag des Antragstellers zu 1, ein im Spruchverfahren der Kammer (23 AktE 191/09) eingeholtes Gutachten bzw. die Akten beizuziehen, weil sich daraus eine niedrigere Marktrisikoprämie ergäbe, war von Vorneherein nicht nachzukommen. Denn das vorgenannte Verfahren betrifft einen anderen Bewertungsfall zu einem anderen Bewertungsstichtag (24. Februar 2009), sodass die Erwägungen in dem dort eingeholten Sachverständigengutachten ersichtlich für die hier in Rede stehende Bewertung zum Stichtag 29. Juni 2017 ohne Bedeutung sind. Nur nebenbei bemerkt kommt das Gutachten auf der Grundlage einer niedrigeren Marktrisikoprämie mittels Zuschlägen zu dem Ergebnis, dass der vom (dortigen) Bewertungsgutachter - unter Heranziehung der vom FAUB empfohlenen Marktrisikoprämie - ermittelte Wert pro Aktie angemessen ist. Den vom sachverständigen Prüfer daraus abgeleiteten Kapitalisierungszinssatz von 2,30 % hält die Kammer demnach für nachvollziehbar begründet; auf die von der Antragstellerin zu 3. gegen den seitens der Antragsgegnerin ihrer Berechnung des Barwerts der Ausgleichszahlung zu Grunde gelegten Kapitalisierungszinssatz von 1,58 % (vgl. Blatt 80, GA VII) erhobenen Einwendungen, kommt es danach nicht mehr an.

Wie bereits gesagt, kommt es auf all dies aber nicht an, da sowohl der vom sachverständigen Prüfer auf der Grundlage des am 25. Oktober 1996 geschlossenen Vergleichs sowie des vom Landgericht Hannover für den Stichtag 20. Dezember 1996 festgelegten Werts der angemessenen Ausgleichszahlungen ermittelte Barwert in Höhe von 4.217,29 € (Variante 9) bzw. 3.139,35 € (Variante 10), als auch die von der Antragsgegnerin genannten Werte (6.114,88 €/4.552,09 € bzw. unter Berücksichtigung der Ansätze der Antragsteller zu 1. und zu 7. bis 11. 2.637,24 €/1.963,23 €) und diejenigen, die einige Antragsteller für zutreffend erachten (Antragsteller zu 1: 3.011,38 €/2.446,75 €; Antragsteller zu 7. bis 11. 3.621,03 €/4.851,29 €), insgesamt (im Gegensatz zu der der Entscheidung des Bundesgerichtshofs zugrunde liegenden Konstellation) nicht unterhalb des vorliegend nach dem NAV ermittelten anteiligen Unternehmenswerts von 1.053,12 € zum Stichtag 29. Juni 2017 liegen. Daraus folgt, dass sich für die hier in Rede stehende Konstellation, wonach der Barwert der Ausgleichszahlungen über dem zum Stichtag ermittelten Unternehmenswert liegt, keine Erkenntnisse aus der oben genannten Entscheidung des Bundesgerichtshofs gewinnen lassen.

bb) Die vorliegend relevante Frage, ob der Barwert der Ausgleichszahlungen ähnlich dem Börsenwert als Mindestwert der angemessenen Abfindung zugrunde zu legen ist, wenn dieser den anteiligen Unternehmenswert zum Zeitpunkt des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre übersteigt, hat der Bundesgerichtshof nicht entschieden (vgl. aaO Rn. 30). Davon wäre - so der Bundesgerichtshof - allerdings zumindest für den Fall auszugehen, dass der Barwert der Ausgleichszahlungen dem Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung entspräche, weil die Abfindung aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht unter dem Verkehrswert liegen darf (aaO).

(1) Ob der Barwert der Ausgleichszahlungen aus einem ungekündigten Unternehmensvertrag bei einem nachfolgenden Squeeze Out die Untergrenze der angemessenen Barabfindung bildet, wird in der Rechtsprechung und Literatur kontrovers diskutiert (vgl. die Darstellung der zu dieser Frage ergangenen Rechtsprechung im Bewertungsgutachten, Tz 84 ff). Im Rahmen dieser Diskussion stellt das Oberlandesgericht

Frankfurt im Kern darauf ab, dass durch die der Höhe nach festgelegte Ausgleichszahlung, der Anteil dem Minderheitsaktionär kein Recht (mehr) auf den anteiligen Unternehmensgewinn oder -verlust verschaffe, weil der Anspruch auf die im Unternehmensvertrag vereinbarte Ausgleichszahlung nach § 304 Abs. 1 AktG, den Wert des Anteils bestimme (Vorlagebeschluss vom 15. Oktober 2014, aaO, Rn. 24 ff.). Die Aktie beinhalte demnach den mit ihr verbundenen Anspruch auf fixe Ausgleichszahlung. Würde man den Wert der angemessenen Abfindung gleichwohl anhand des Ertragswertes der Gesellschaft bestimmen, wäre damit eine Wertbestimmung anhand zukünftiger Zahlungen verbunden, auf die der Minderheitsaktionär keinen Anspruch habe und der ihm auch nicht zufließe (aaO, Rn. 25). Demgegenüber hält das Oberlandesgericht Düsseldorf die Berechnung des Barwertes der Ausgleichszahlung nach dem vorangegangenen Unternehmensvertrag schon im Ansatz für ungeeignet, den stichtagsbezogenen „wirklichen“ oder „wahren“ Wert des Anteilseigentums - auch als Mindestwert - widerzuspiegeln (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. November 2016 - 26 W2/16 (AktE) juris Rn. 38 und 2. sowie 3. Leitsatz). Die dem zugrunde liegenden, nachfolgend dargestellten Erwägungen überzeugen die Kammer, weshalb sie sich der vom Oberlandesgericht Düsseldorf vertretenen Auffassung anschließt.

(a) Zu Recht führt das Oberlandesgericht Düsseldorf aus, dass die Berechnung des Barwertes der Ausgleichszahlungen als Schätzgrundlage oder Mindestwert bereits auf Annahmen zum Fortbestand des Unternehmensvertrages fußt, die regelmäßig nicht belastbar sind, sodass die für eine hinreichend gesicherte Prognose erforderliche Annahme, welcher Zeitraum für das Bestehen eines Unternehmensvertrages zu Grunde gelegt werden soll, nicht getroffen werden kann (aaO, Rn. 39). Entsprechend liegt der Fall hier. Auch wenn der im Jahr 1996 geschlossene Unternehmensvertrag bis heute (seinem wesentlichen Inhalt nach) unverändert fortbesteht, kann nicht davon ausgegangen werden, dass dies auch künftig der Fall sein wird. Die Antragsgegnerin weist in diesem Zusammenhang zu Recht darauf hin, dass aufgrund der Veränderung des Zinsniveaus eine Kündigung des (seinem Inhalt nach jederzeit kündbaren) Unternehmensvertrages nahe liegend sei. Denn in Relation zu den aus dem mit dem 1-Monats-EURIBOR verzinsten Darlehensvertrag erwirtschafteten Negativzinsen, entsprechen die Ausgleichszahlungen von 131,47 € pro Aktie, die unter einem anderen Zinsregime zu einem fast 22 Jahre zurückliegenden Stichtag vereinbart wurden, einer Rendite, die durch die Erträge der RdH nicht erwirtschaftet werden. Dies findet gleichermaßen Ausdruck darin, dass der vom sachverständigen Prüfer ermittelte Barwert der Ausgleichszahlung in Höhe von 4217,29 € den nach dem NAV ermittelten Wert je RdH-Aktie von 1053,12 € um das mehrfache übersteigt. Zwar weisen die Antragsteller andererseits zu Recht darauf hin, dass der Unternehmensvertrag ungeachtet dieses Missverhältnisses seit 22 Jahren fortbesteht und Verluste der RdH im Übrigen durch ausgeglichen werden. Gleichwohl bietet der Blick in die Vergangenheit keine zureichenden Anhaltspunkte dafür, von einer ewigen Vertragslaufzeit auszugehen, da nicht angenommen werden kann, dass die RdH bzw. gewillt ist, diesen Zustand auch weiterhin hinzunehmen. Danach stellt die Ausgleichsberechtigung keineswegs eine auf ewig sichere „garantierte Rendite“ dar, sondern sie ist ihrer Natur nach vorübergehend (vgl. OLG Düsseldorf, aaO, Rn. 39). Dazu nicht im Widerspruch steht die vom sachverständigen Prüfer seiner (auf Anordnung des Gerichts erfolgten) Berechnung des Barwertes der Ausgleichszahlung zugrunde gelegte Annahme, der (zum Stichtag) ungekündigte Gewinnabführungsvertrag werde unendlich fortbestehen (vgl. Seite 8 seiner Stellungnahme vom 11. Juni 2018). Denn die Annahme beruht auf bewertungstechnischen Erfordernissen und enthält keine Aussage dahingehend, dass ein Fortbestehen des Unternehmensvertrages sicher zu prognostizieren sei. Bewertungstechnisch ist bei der Ermittlung der kapitalisierten Ausgleichszahlung vom ewigen Fortbestehen des Unternehmensvertrages auszugehen, wenn eine Kündigung zum Bewertungsstichtag weder erfolgt noch beabsichtigt ist und der Unternehmensvertrag bereits



eine lange Zeit besteht, mit der Folge, dass der Barwert der Ausgleichszahlung mittels der Formel für die ewige Rente ermittelt werden kann. Stellt man auf eine Kündigung des Unternehmensvertrages zum nächstmöglichen Zeitpunkt ab, ist demgegenüber der Bewertung für die verbleibenden Jahre der Barwert des Ausgleichs zugrunde zu legen und in einem anschließenden Zeitraum jenseits der Kündigung erfolgt dagegen eine Ertragswertberechnung. Eine solche Kombination setzt das Vorliegen hinreichender Anhaltspunkte für eine beabsichtigte Kündigung voraus (vgl. Popp, WPg 2018, S. 244, 247). Daraus wird deutlich, dass bei der Ermittlung des Barwerts der Ausgleichszahlung bewertungstechnisch eine Entscheidung erforderlich ist, ob der Fortbestand oder die Kündigung des Unternehmensvertrages überwiegend wahrscheinlich ist. Gleichwohl bleibt es bei den oben dargestellten Unsicherheiten im Rahmen der Prognose, ob und wie lange der Unternehmensvertrag voraussichtlich laufen wird, aus denen sich ergibt, dass der ermittelte Barwert der Ausgleichszahlung weder als Schätzgrundlage noch als Wertuntergrenze bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung taugt.

(b) Die vom Oberlandesgericht Frankfurt vertretene Gegenmeinung berücksichtigt dagegen nicht, dass die Ausgleichszahlung schon im Ansatz ein anderes Bewertungsziel als die Barabfindung hat. Während die Barabfindung den Anteil des Aktionärs an der Vermögenssubstanz repräsentiert, stellt der Barwert der Ausgleichszahlungen lediglich einen - vorübergehenden - pauschalierten Ersatz für die Dividende dar, auf die die Aktionäre ohne den vorangegangenen Unternehmensvertrag ggf. Aussicht gehabt hätten (vgl. OLG Düsseldorf, aaO, Rn. 40). Würde man den Barwert der Ausgleichszahlung der angemessenen Barabfindung zu Grunde legen, würde der - auch bei einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag fortbestehende - Gleichlauf zwischen dem Wert des einzelnen Anteils und dem anteiligen Unternehmenswert unterbrochen und es bliebe unberücksichtigt, dass der Wert des Anteils des (außenstehenden) Minderheitsaktionärs durch den Unternehmensvertrag nicht vom Unternehmenswert abgekoppelt wird (vgl. BGH, aaO, Rn. 24). Die Antragsgegnerin weist in diesem Zusammenhang zutreffend darauf hin, dass das Verhältnis von Chance und Risiko eines Aktionärs, der nach Abschluss des Unternehmensvertrages an einer Beteiligung an dem abhängigen Unternehmen festhält dadurch gestört würde, wenn mit Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlungen als Untergrenze, der den Ausgleichszahlungen zugrunde gelegte Wert des Unternehmens zu einem früheren Zeitpunkt (hier vor mehr als 20 Jahren) zu Grunde gelegt würde. Bei der Bestimmung der Barabfindung darf demnach weder die Chance außer Betracht bleiben, dass sich die abhängige Gesellschaft nach Abschluss des Unternehmensvertrages positiv entwickelt und die Dividende nach einer Beendigung des Unternehmensvertrages höher als der Ausgleich ausfällt, noch das Risiko des Aktionärs, der die Ausgleichszahlung wählt, dass die Erträge aufgrund der vorangegangenen Beherrschungssituation und dem damit verbundenen Risiko einer Auszehrung des Unternehmens geringer ausfallen als der gewährte Ausgleich (BGH, aaO, Rn. 27; OLG Düsseldorf, aaO, Rn. 43). Entgegen der von den Aktionären selbst gewählten Risikolage und entgegen dem Stichtagsprinzip würden anderenfalls die Verhältnisse am Stichtag des vorangegangenen Unternehmensvertrages dauerhaft festgeschrieben (vgl. OLG Düsseldorf, aaO).

(c) Gegen die Berücksichtigung des Barwerts der Ausgleichszahlung als Untergrenze der Barabfindung spricht zudem, dass dieser nicht mit dem Börsenkurs vergleichbar ist. Der Ausgleich entspricht wirtschaftlich einem steten Betrag (Rente) und keinem Börsenkurs, der dem jeweiligen (angenäherten) Verkehrswehrt entspricht, weshalb die maßgebliche Berücksichtigung der Ausgleichszahlungen dazu führen würde, dass die Aktien und nicht das Unternehmen bewertet werden (vgl. Schnorbus in: Schmidt, K./Lutter, AktG, 3. Aufl. 2015, § 327b AktG, Rn. 6). Die Berücksichtigung des Börsenwerts als Untergrenze der Barabfindung beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur

Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktie niederschlägt (BGH, aaO, Rn. 23). Der Börsenkurs ist daher regelmäßig mit dem Verkehrswert identisch, wobei die Wertbestimmung durch Angebot und Nachfrage im Rahmen des Handels an der Börse erfolgt. Demgegenüber ist der Barwert des Ausgleichs kein durch Angebot und Nachfrage gebildeter Preis, zu dem die Aktie tatsächlich verkauft werden könnte; er ist nur ein rechnerisch ermittelter Kapitalwert möglicher künftiger Zuflüsse, der ebenso wie die Dividendenzahlung, als einer von mehreren Faktoren Einfluss auf den Börsenwert haben kann. Dieser Rechenwert besagt nichts darüber, welchen Preis der Aktionär im Rahmen einer freien Veräußerung tatsächlich für seinen Anteil erzielen kann (vgl. OLG Düsseldorf, aaO, Rn. 47; OLG München, Beschluss vom 26. Oktober 2006 - Wx 12/06, juris Rn. 13). Aus diesem Grund spiegeln die Ausgleichszahlungen nicht den Verkehrswert wider, zu dem der Minderheitsaktionär zum Stichtag deinvestieren könnte, sondern bilden Gewinnerwartungen zu einem wesentlich früheren Zeitpunkt ab, nämlich zum Stichtag des Unternehmensvertrages (vgl. OLG Düsseldorf, aaO). Dies zeigt sich im vorliegenden Fall deutlich an dem eklatanten Unterschied zwischen dem für den hier in Rede stehenden Stichtag (29. Juni 2017) ermittelten Wert je Aktie von 1053,12 € und dem - unter Berücksichtigung der auf der Grundlage des im Jahr 1996 geschlossenen Vergleichs tatsächlich erbrachten Ausgleichszahlungen - ermittelten Barwerts in Höhe von 4217,29 €. Denn dass die Minderheitsaktionäre ihre Aktien vor dem Squeeze Out zu einem Preis von 4217,29 € hätten veräußern können (oder sogar zu dem von der Antragsgegnerin genannten überschlägigen Wert in Höhe von 6.114,88 €), ist weder ersichtlich noch von ihnen dargelegt.

(2) Aus dem Aspekt, dass die angemessene Barabfindung aus verfassungsrechtlichen Gründen nicht unter dem Verkehrswert der Aktie liegen darf (vgl. BGH, aaO, Rn. 30), ergibt sich gleichermaßen nicht, dass der Barwert der Ausgleichszahlung die Untergrenze der angemessenen Barabfindung im Rahmen des Squeeze Out bildet. Denn dass der angemessene Barwert der Ausgleichszahlung in Höhe von 4217,29 € demjenigen Preis entspricht, der am Markt für eine Aktie der RdH zu erzielen gewesen wäre, ist - wie schon gesagt - durch nichts belegt. Vielmehr ist auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens, durch den (gerichtlich bestellten) sachverständigen Prüfer bestätigt, davon auszugehen, dass der Verkehrswert der Aktie auf der Grundlage des zum 31. Dezember 2016 ermittelten Unternehmenswerts von 221.155.000 € - unter Berücksichtigung der Verpflichtung seitens der einen bis zum Stichtag am 29. Juni 2017 eintretenden Verlust infolge der negativen Verzinsung des Darlehens mit dem 1-Monats-EURIBOR auszugleichen - tatsächlich 1053,12 € beträgt. Soweit die Antragsteller zu 4. bis 6. Aktienkurse anderer Unternehmen als Beleg dafür heranziehen, dass vorliegend der Barwert der Ausgleichszahlung, die anhand eines Durchschnittsmultiplikators von 30,94 zu ermitteln sei, dem Verkehrswert der Aktie entspreche (vgl. etwa Blatt 38 f. GA VII), geht diese Annahme bereits mangels Vergleichbarkeit der dort genannte Aktiengesellschaften mit der RdH, fehl. Denn - worauf die Antragsgegnerin zu Recht hinweist - sind sämtliche Gesellschaften - im Gegensatz zur RdH - operativ tätig, sodass die aktuellen Börsenkurse insoweit auch Änderungen in der Ertragskraft seit Abschluss des Unternehmensvertrages widerspiegeln können, wohingegen für die RdH gerade kein (börslicher) Markt besteht. Zudem sind infolge der rein vermögensverwaltenden Tätigkeit der RdH über das Finanzergebnis hinaus keine operativen Erträge und Aufwendungen zu erwarten, sodass der Unternehmenswert zutreffend als NAV ermittelt wurde, der hier dem Buchwert des Eigenkapitals entspricht.

cc) Letztlich ist der angemessene Barwert der Ausgleichszahlung in Höhe von 4217,29 € aus den obigen Gründen nicht im Rahmen einer Plausibilisierung des nach dem NAV ermittelten Unternehmenswertes und des daraus abgeleiteten Aktienwertes von 1.053,12 € heranzuziehen. Da der Barwert der Ausgleichszahlung weder dem Verkehrswert der Aktie

entspricht, noch mit dem Börsenkurs vergleichbar ist, die Bewertungsziele von Barabfindung und Ausgleich unterschiedliche sind und Grundlage der Ermittlung der Barabfindung die unbelegte Prognose einer unendlichen Laufzeit des Unternehmensvertrages ist, eignet sich der Ausgleich nicht zur Plausibilisierung des dem Verkehrswert entsprechenden Wertes der Barabfindung. Vielmehr wird aus der eklatante Abweichung zwischen den vorgenannten Werten deutlich, dass die Gewinnerwartung im Jahr 1996, als die RdH noch operativ tätig war, Vermögenswerte mit einem höheren Zinssatz angelegt werden konnten und unter einem anderen Steuerregime standen, deutlich höher waren als im Jahr 2017.

c) Der nach der Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts als Untergrenze für die angemessene Barabfindung heranzuziehende Börsenkurs (BVerfGE 100, 289) kommt vorliegend nicht zum Tragen, da für die RdH mangels Börsennotierung kein Börsenkurs existiert.

#### **C.**

Die Gerichtskosten hat die Antragsgegnerin zu tragen. Besondere Gründe, die es gem. § 15 Abs. 1 SpruchG unter Billigkeitsgesichtspunkten rechtfertigen würden, ausnahmsweise den Antragstellern die Gerichtskosten ganz oder teilweise aufzuerlegen, sind nicht ersichtlich.

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

Im Übrigen findet eine Kostenerstattung nicht statt. Es besteht keine Veranlassung, die außergerichtlichen Kosten der Antragsteller gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG der Antragsgegnerin aufzuerlegen, da ihre Anträge erfolglos sind.

Die Festsetzung des für die Gerichtskosten maßgeblichen Geschäftswertes beruht auf § 1 Abs. 2 Nr. 5, § 74 GNotKG. Da es zu keiner Erhöhung der Barabfindung kommt, ist der Mindestgeschäftswert von 200.000 € einschlägig (KG Berlin, Beschluss vom 31. Juli 2018 – 2 W 21/18 Spruch, juris Rn. 12). Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch für den Gegenstandswert maßgeblich, nach dem sich die Vergütung des gemeinsamen Vertreters richtet.

#### **Rechtsbehelfsbelehrung**

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