

# Landgericht München I

Az. 5HK O 6680/10.



In dem Spruchverfahren

1)



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht , Handelsrichter und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 25.8.2011 und 10.7.2014 am 26.11.2014 folgenden

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

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Lindner Holding KGaA zu leistende Barabfindung wird auf € 33,79 je Stückaktie festgesetzt. Dieser Betrag ist ab dem 1.4.2010 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz unter Berücksichtigung bereits geleisteter Zahlungen zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller zu 1) bis 62) und 65) bis 88).
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin an die gemeinsame Vertreterin der nicht selbst am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu erstattenden Kosten werden auf € 783.569,95 festgesetzt.



## Gründe:

### A.

1. a. Die außerordentliche Hauptversammlung der Lindner Holding KGaA (im Folgenden auch: die Gesellschaft) fasste am 25.2.2005 auf Verlangen der Antragsgegnerin den Beschluss, die von den bisherigen Minderheitsaktionären gehaltenen Aktien gegen eine Barabfindung in Höhe von € 28,52 je auf den Inhaber lautender Stückaktie auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen.

Der Geschäftsgegenstand der über ein in 3.888.000 Stückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 11.059.200,-- verfügenden Gesellschaft liegt im Wesentlichen im Erwerb, dem Besitz und der Verwaltung sowie der Veräußerung von Beteiligungen an Unternehmen und Gesellschaften jeder Art und Rechtsform im In- und Ausland. Dabei übte die Gesellschaft als Familienholding allerdings kein eigenes operatives Geschäft aus. Das Kerngeschäft „Ausbau gewerblicher und öffentlicher Hochbau“, in dem Decken-, Boden- und Trennwandsysteme entwickelt, produziert und montiert werden, betrieben die Lindner Aktiengesellschaft Decken-, Boden-, Trennwandsysteme, Arnstorf sowie deren Tochtergesellschaften vornehmlich in Deutschland sowie den Ländern der Europäischen Union sowie in Osteuropa. In dem weiteren Kernbereich „Isoliertechnik/Umweltschutz“ erbrachten die Lindner Isoliertechnik & Industrieservice GmbH, Arnstorf sowie deren ausländische Tochtergesellschaften Dienstleistungen in Form von Industrieisolierungen und Schadstoffsanierungen.

Am 20.10.2004 gab die Lindner Holding KGaA die geplante Maßnahme des Squeeze out an die Kapitalmärkte bekannt. In einem Zeitraum von drei Monaten vor dieser Bekanntgabe ergab sich ein durchschnittlicher



gewichteter Börsenkurs von € 30,96 für die im amtlichen Handel an den Börsen in Frankfurt/Main und München gehandelten Aktien.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 25.2.2005 erstattete die Antragsgegnerin – unterstützt von der

– den auf §

327 c Abs. 2 Satz 1 AktG gestützten Bericht, in dem sie in Anwendung der Ertragswertmethode mit einer die Jahre 2005 bis 2007 umfassenden Detailplanungsphase einen Unternehmenswert von € 110,9 Mio. zum Stichtag der Hauptversammlung ermittelte. Dabei setzte die Antragsgegnerin einen Basiszinssatz von 5 % vor Steuern fest. Den Risikozuschlag ermittelte die Antragsgegnerin in Anwendung des (Tax-)CAPM unter Ansatz einer Markttrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und eines aus einer sich aus 21 Unternehmen zusammensetzenden Peer Group abgeleiteten Beta-Faktors von 0,76. Als Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente ab den Jahren 2008 ff. setzte die Antragsgegnerin einen Wert von 1 % an, woraus sich dann ein Kapitalisierungszinssatz von 7,43 % nach Steuern in der Detailplanungsphase und von 6,43 % im Terminal Value errechnete. Als Sonderwerte kamen steuerliche Verlustvorträge zum 25.2.2005 in Höhe von € 1,966 Mio. hinzu.

Die vom Landgericht München I bestellte Abfindungsprüferin

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 13.1.2005 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der näheren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf den Bericht der Antragsgegnerin vom 11.1.2005 (Anlage AG 2) sowie den Prüfungsbericht von vom 13.1.2005 (Anlage AG 3) Bezug genommen.



- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 25.3.2010 in das Handelsregister eingetragen und anschließend am 31.3.2010 vom Amtsgericht Landshut entsprechend § 10 HGB bekanntgemacht, nachdem die Antragsgegnerin den Ausschluss der Minderheitsaktionäre bereits am 29.3.2010 im elektronischen Bundesanzeiger und am 26.3.2010 in der Börsenzeitung bekannt gemacht hatte. Im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses waren alle Antragsteller Aktionäre der Lindner Holding KGaA.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 30.6.2014 bei Gericht eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die von der Hauptversammlung festgesetzte Barabfindung von € 28,52 sei unangemessen und müsse folglich erhöht werden.
- a. Die Planung der Gesellschaft stelle sich als zu pessimistisch dar. Dies zeige sich bereits an der fehlenden Übereinstimmung der Planzahlen mit den realen Ergebnissen in den Jahren 2006 bis 2008. Die mangelnde Plausibilität der Planung ergebe sich weiterhin aus der unterbliebenen Fortschreibung der Vergangenheitszahlen für Großprojekte. Ebenso fehle eine Berücksichtigung der Verstärkung des Liefergeschäfts entsprechend den Erwägungen in den Geschäftsberichten der Jahre 2003 und 2004. Dies gelte vor allem angesichts des geplanten Rückgangs des Auftragsvolumens auf € 352 Mio. nach einem Auftragsvolumen von € 486 Mio. im Geschäftsbericht des Jahres 2004.

Das Halten von Personal erlaube den Rückschluss auf eine unplausible Planung, die von der Fortdauer eines Krisenszenarios ausgehe. Ebenso wenig korrespondiere die Personalaufstockung in den Jahren 2007 und 2008 mit der geplanten Umsatzentwicklung. Weiterhin bestehe eine Diskrepanz zwischen steigender Materialaufwandsquote, steigenden Umsätzen und dem Rückgang des Ergebnisses vor Steuern. Zudem hätte wegen des vermehrten Einsatzes von Subunternehmen eigenes Personal



eingespart werden können. Nicht nachvollziehbar sei es, wenn die Summe der Material-/Personalkosten im Jahr 2002 bei 75 %, in der Ewigen Rente dagegen bei 82 % liege. Weiterhin müsse man aus der Entwicklung der Sachanlageinvestitionen einen deutlich positiveren Trend ableiten als in der Planung dargestellt. Die Fehlerhaftigkeit der Planung resultiere zudem aus der im Jahr 2005 erfolgten Sonderausschüttung. Der Anstieg der Abschreibungen in der Ewigen Rente auf einen Wert von 3,7 % lasse sich nicht rechtfertigen. Ebenso unplausibel sei der Beitrag der Isoliertechnik GmbH in der Ewigen Rente mit einem Betrag von € 485.000,--, zumal bei dieser Gesellschaft der Rückgang der Umsätze nicht plausibel sein könne. Ein Teil der Liquidität hätte von der Detailplanungsphase in die Ewige Rente verlagert werden müssen.

Nicht sachgerecht angesetzt sei die Thesaurierungs- bzw. Ausschüttungsquote angesichts der fehlenden Berücksichtigung der unternehmensindividuellen Politik in diesem Bereich.

- b. Der Kapitalisierungszinssatz müsse deutlich reduziert werden. Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 5% vor Steuern widerspreche der Zinsstrukturkurve und entspreche zudem auch nicht den Verhältnissen am Kapitalmarkt zum Stichtag der Hauptversammlung mit deutlich niedrigeren Zinssätzen für langlaufende Bundesanleihen. Der Risikozuschlag dürfe nicht mithilfe des (Tax-)CAPM ermittelt werden; jedenfalls aber verbiete sich das Heranziehen des arithmetischen Mittels mit einem einjährigen Anlagehorizont. Das Heranziehen des Mittels einer – ohnehin fehlerhaft zusammengesetzten – Peer Group ermittelten Beta-Faktors verkenne die Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors der Lindner Holding KGaA. Der Wachstumsabschlag müsse deutlich heraufgesetzt werden, weil mit einem Wert von 1 % nicht einmal die Inflationsrate ausgeglichen werde und dies der dynamischen Entwicklung der Gesellschaft widerspreche. Bei einem unterhalb der Inflationsrate angesetzten Wachstum komme es zu einem Schrumpfen des originären Geschäfts.



- c. Im nicht betriebsnotwendigen Vermögen müsse die Beteiligung an der Hibernia Beta Beteiligungsgesellschaft mbH (im Folgenden: Hibernia Beta) angesetzt werden. Der Ansatz der steuerlichen Verlustvorträge im nicht betriebsnotwendigen Vermögen bedürfe einer Korrektur. Eine Herabsetzung von Eigenkapital bzw. die Auflösung von Kapital- bzw. Gewinnrücklagen müsse als Sonderwert in die Unternehmensbewertung einfließen. Die nicht operativen Gesellschaften hätten als nicht betriebsnotwendiges Vermögen in die Unternehmensbewertung einfließen müssen. Die auf Seite 37 des Übertragungsberichtes erwähnten Start up-Unternehmen hätten Einfluss auf den Unternehmenswert haben müssen. Auch fehle ein Ansatz bestehender Schadensersatzansprüche gegen Mitarbeiter wegen Steuernachzahlungen als Sonderwert ebenso wie die Berücksichtigung des Werts der Marke „Lindner Holding KGaA“.
  - d. Die Abfindung müsse aber jedenfalls mit dem Börsenkurs angesetzt werden, weil keine Marktmenge bejaht werden könne angesichts eines Handels an 50 von 66 Tagen im maßgeblichen Referenzzeitraum.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge.
- a. Die Ermittlung des Unternehmenswertes auf der Basis des Ertragswertverfahrens sei sachgerecht erfolgt. Die besseren Ergebnisse in den Jahren der Detailplanungsphase seien maßgeblich durch Großaufträge bestimmt, deren Entwicklung man nicht planen könne und deren Eingang zum Bewertungsstichtag nicht absehbar gewesen sei. Infolge von strukturellen Umbrüchen im Konzern dürfe man die Planungen zur Geschäftsentwicklung nach 2006 mit den Planannahmen ohnehin nicht mehr sinnvoll vergleichen, nachdem der Kauf der Schmidlin UK durch die Lindner AG den Einstieg in das Groß- und Fassadengeschäft eingeleitet habe und der Kauf der Raumtechnik Fellbach GmbH Innovative Systeme (im Folgenden: Raumtechnik Fellbach GmbH) ebenfalls erst im Jahr 2006 das



Geschäftsvolumen im Bereich der Reinraumtechnik ausgeweitet habe. Die Verabschiedung der Strategie 2006 im Frühjahr 2006 mit dem Ziel einer Verringerung der Abhängigkeit vom risikoreichen Projektgeschäft hin zu einer Verstärkung des internationalen Liefergeschäfts sei bei den Planannahmen gleichfalls nicht zu berücksichtigen und verbiete den Schluss auf eine mangelnde Plausibilität wegen besserer Ist-Ergebnisse im Vergleich zu den Planzahlen.

Die Personalentwicklung lasse keinen Rückschluss auf eine zu pessimistische Planung zu angesichts eines Personalabbaus auch noch im Geschäftsjahr 2005. Der Anstieg des Personals im Jahr 2006 gründe auf den Sondereffekten des Erwerbs der Schmidlin UK und der Raumtechnik Fellbach GmbH und sei auch nicht auf die Überwindung der Krise zurückzuführen. Die Entwicklung der Sachanlageinvestitionen rechtfertige nicht die Annahme einer zu pessimistischen und demzufolge unplausiblen Planung. Ebenso wenig vermittele der Geschäftsbericht für das Jahr 2004 einen positiven Ausblick; vielmehr beleuchte er an mehreren Stellen das problematische Umfeld. Namentlich der Lagebericht 2004 verweise auf die anhaltende Flaute im Baugeschäft, weiterhin sinkende Bauinvestitionen und auf das noch nicht erreichte Ende der Talsohle. Den Angaben in den Geschäftsberichten und den Ausführungen im Übertragungsbericht fehle die Vergleichbarkeit; so handele es sich bei der zum Stichtag geschätzten Gesamtleistung für das Geschäftsjahr 2004 in Höhe von € 320 Mio. nur um die einer von mehreren Tochtergesellschaften. Beim Rückgang der geplanten Gesamtleistung der Lindner Isoliertechnik und Industrieservice GmbH unterstelle der Übertragungsbericht die künftige Vermeidung verlustreicher Aufträge und eine überproportionale Erhöhung der Marge über die Reduktion der Gesamtleistung. Im Planungszeitraum unterstelle man ansteigende positive Jahresüberschüsse trotz ausgewiesener Verluste im operativen Geschäft in den Jahren 2002 und 2003. Der Anstieg der Summe aus Material- und Personalaufwandsquote erkläre sich vor allem auch aus einer erwarteten überproportionalen Lohnkostensteigerung von 2,5 %, die die Gesellschaft nicht vollständig an ihre Kunden weitergeben könne.





Keiner Korrektur bedürfe die unterstellte Ausschüttungsquote von 55 %, die einer empirisch beobachtbaren Quote entspreche. Das geplante Zinsergebnis verbessere sich durch die Thesaurierung nicht, weil zur Finanzierung des unterstellten nominellen Wachstums zunehmend eigene Mittel eingesetzt würden.

- b. Keinerlei Korrekturbedarf bestehe beim angenommenen Kapitalisierungszinssatz. Der Ansatz eines Basiszinssatzes von 5 % vor Steuern beruhe auf der zum Stichtag der Hauptversammlung abgegebenen Empfehlung des IDW; angesichts der Veröffentlichung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW zur Verwendung der Zinsstrukturkurve nach Svensson erst am 21.07.2005 könne dieser Methode keine Bedeutung zukommen; sie habe nicht in die Unternehmensbewertung einfließen können. Ebenso zutreffend erfolgt sei die Ermittlung des Risikozuschlags mittels des (Tax-)CAPM. Die auf den deutschen Kapitalmarkt zugeschnittene Studie von Stehle als Basis liefere auch wegen der Berücksichtigung der Änderung der Besteuerung während des von ihm gewählten Untersuchungszeitraums besonders gut verwertbare Erkenntnisse. Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % liege zudem auch innerhalb der Bandbreite anderer Studien. Der Ansatz des arithmetischen Mittels bilde das Spektrum möglicher künftiger Renditen ab und gehe von voneinander unabhängigen Renditen aufeinander folgender Perioden aus, während das geometrische Mittel implizit eine Abhängigkeit vergangener und künftiger Renditen annehme. Der Beta-Faktor von 0,72 unlevered sei zutreffend über den Ansatz einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen ermittelt worden, die im Bereich Hochbau/Projektentwicklungen im westeuropäischen Raum tätig seien. Das unternehmenseigene Beta komme mangels Signifikanz nicht in Betracht. Keiner Korrektur bedürfe der Wachstumsabschlag, nachdem auch eine langfristig angelegte Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Inflationsraten und dem Wachstum der Jahresüberschüsse deutscher Industrieunternehmen zeige, dass das Wachstum der Jahresüberschüsse in der Vergangenheit bei etwa 50 %



der Inflationsrate gelegen habe. Zudem zeige die Historie der Gesellschaft, auch in vermeintlich stabilen Branchen gebe es Phasen des Wachstums ebenso wie sich damit abwechselnde Phasen zurückgehender Gewinne oder wie im Falle der Lindner Holding KGaA auch solche mit Verlusten. Angesichts des Wachstums der Unternehmensgewinne in dieser Größenordnung könne auch nicht eine Verwässerung des Marktanteils der Gesellschaft angenommen werden. Produktivitätsfortschritte seien in der Planung und im Wachstumsabschlag berücksichtigt.

- c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei zutreffend ermittelt worden; namentlich dürfe es nicht zu einer Berücksichtigung weiterer Vermögensbestandteile kommen. Die Betriebsnotwendigkeit der Grundstücke der Lindner Holding KGaA resultiere aus ihrer Nutzung als Standort der Produktionsanlagen des Konzerns. Die Behandlung der Sonderwerte Lind I Inka sei zutreffend erfolgt; dabei handele es sich um die Bestandteile der in den Ertragswert einfließenden liquiden Mittel. Ebenso wenig stelle sich die Beteiligung an der Hibernian Beta als nicht betriebsnotwendiges Vermögen dar.

Die steuerlichen Verlustvorträge seien in Abhängigkeit vom jeweiligen Steuersatz ermittelt worden und zutreffend mit dem Risiko behafteten Zins auf den Stichtag abgezinst worden. Für die Berücksichtigung von Schadensersatzansprüchen gegen Mitarbeiter fehle es an der Werthaltigkeit dieser Ansprüche.

- d. Dem Börsenkurs komme keine Bedeutung zu; angesichts der zu beobachtenden Marktenge spiegele er nicht den Verkehrswert der Aktie wieder. Im Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe sei die Aktie an 50 von 66 Tagen gerade nicht gehandelt worden; lediglich 6.064 der insgesamt 186.412 damals in Streubesitz befindlichen Aktien seien dabei umgesetzt worden. Ein höherer Geldkurs als € 30,10 sei nicht (mehr) festzustellen gewesen. Auch die sehr hohe Geld-Brief-Spanne vor der Be-



kanntgabe belege den Ausschluss eines liquiden Handels der Aktie der Gesellschaft.

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 27.12.2010 (Bl. 136 d.A.)  
zur gemeinsamen Vertreterin der  
nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 137 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Die gemeinsame Vertreterin rügt im Wesentlichen die fehlende Plausibilität von Annahmen in der Planungsrechnung und verweist dabei namentlich auf Diskrepanzen zwischen den Planannahmen und Erkenntnissen zum Stichtag. Weiterhin hält sie den angesetzten Kapitalisierungszinssatz für zu hoch. In jedem Fall aber stelle der durchschnittliche Börsenkurs die Untergrenze dar, weil allein aus dem Umstand, mehr als 5 % der Aktien befänden sich im Streubesitz, keine Marktenge abgeleitet werden dürfe; anderenfalls wäre der Ansatz des Börsenkurses beim Squeeze out stets ausgeschlossen, was der Rechtsprechung widerspreche.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 25.08.2011 hat das Gericht den für die gerichtlich bestellte Abfindungsprüferin tätig gewordenen  
angehört. Zudem hat das Gericht  
gebeten, zu Einzelfragen ergänzend schriftlich Stellung zu nehmen. Weiterhin hat das Gericht Beweis erhoben gemäß Beweisbeschluss vom 12.1.2012 (Bl. 328/335 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen  
sowie gemäß Beschluss vom 9.1.2014 (Bl. 529/543 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Ergänzungsgutachtens des Sachverständigen. Im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 10.7.2014 hat das Gericht mit entsprechendem Beschluss (Bl. 707 d.A.) den Gutachtensauftrag auf erweitert. Hinsichtlich des Er-



gebnisses der Anhörung des Abfindungsprüfers sowie der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 25.8.2011 (Bl. 282/286 d.A.) einschließlich der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer vom 7.9.2011 (Bl. 293/297 d.A.), die schriftlichen Gutachten der Sachverständigen vom 6.9.2013 (Bl. 364/461 d.A.) und vom 14.5.2014 (Bl. 547/578 d.A.) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 10.7.2014 (Bl. 697/712 d.A.).

- c. Die Antragstellerin zu 63) und der Antragsteller zu 64) haben mit Schriftsätzen ihrer jeweiligen Verfahrensbevollmächtigten vom 13.11.2014 (Bl. 717 d.A.) und vom 11.11.2014 (Bl. 716 d.A.) ihre Anträge zurückgenommen.
5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 25.8.2011 (Bl. 262/286 d.A.) und vom 10.7.2014 (Bl. 697/712 d.A.).

## B.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind zulässig und begründet. Die angemessene Barabfindung war auf € 33,79 festzusetzen und entsprechend zu verzinsen.



## I.

Die Anträge aller verbliebenen Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister Aktionäre der Lindner Holding KG aA waren. Die Antragsgegnerin hat den jeweiligen Sachvortrag der Antragsteller nicht bestritten; weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.
2. Die Anträge der verbliebenen Antragsteller zu 1) bis 62) sowie zu 65) bis 88) sind jeweils fristgerecht gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG eingereicht, mithin innerhalb einer Frist von drei Monaten ab der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben des § 10 HGB. Die Bekanntmachung erfolgte vorliegend am 31.3.2010, weshalb die Frist am 30.6.2010 endete. An diesem Tag gingen die Anträge aller Antragsteller - ausgenommen die Anträge der Antragsteller zu 63) und 64), die ihre Anträge dann zurückgenommen haben – beim Landgericht München I zumindest per Telefax und damit fristwährend ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, 5HK O 19183/09,



Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305, Rdn. 8 zu § 4 SpruchG). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

## II.

Die Anträge sind begründet, weil die angemessene Barabfindung auf € 33,79 festzusetzen ist und die Verzinsung in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz ab dem 01.04.2010 auszusprechen war.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert



primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

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

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM



2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18684/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der Lindner Holding KGaA keiner Korrektur.

- (1) Dabei kann insbesondere nicht davon ausgegangen werden, die Planannahmen seien zu pessimistisch gewesen, weil die weitere Entwicklung der Jahre vor allem ab 2006 deutlich höhere Jahresüberschüsse aufweise als in den Planzahlen angenommen. Die Planung muss nämlich auf den zum Stichtag vorhandenen Erkenntnissen aufbauen; spätere Entwicklungen können nur dann in die Planung einfließen, wenn sie zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren und die Realisierung somit auch hinreichend sicher erscheint (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG München, Beschluss vom 11.09.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09, S. 20; Beschluss vom 24.5.2013, S. 34; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn.). Davon kann nach den der Kammer durch  vermittelten Erkenntnissen nicht ausgegangen werden. Die deutliche Verbesserung hatte ihre Ursach





che nachvollziehbar vor allem im Erwerb der Beteiligungen an der Schmidlin UK sowie der Raumtechnik Fellbach GmbH im Jahr 2006. Der Abfindungsprüfer bekräftigte in seiner ergänzenden Stellungnahme die Aussage im Termin, keinerlei Unterlagen für derartige Verträge vorgefunden zu haben. Auch hatte er keine Erinnerung an Gespräche innerhalb der Gesellschaft, in denen diese Transaktionen thematisiert worden wären. Hierfür sprechen insbesondere auch die Aussagen in den vorgelegten Geschäftsberichten der Gesellschaft, wobei der Erwerb der Schmidlin UK erstmals im Geschäftsbericht 2006 erwähnt wurde, wonach der Erwerb rund ein Jahr nach dem Squeeze out-Beschluss erfolgte. Angesichts dieser Zeitspanne kann nicht davon ausgegangen werden, im Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 25.2.2005 sei der Erwerb hinreichend sicher gewesen. Dann aber war der Erwerb nicht zum Stichtag in der Wurzel angelegt; aus den damit verbundenen Verbesserungen des Ist-Ergebnisses kann somit kein Rückschluss auf eine zu pessimistische, nicht mehr plausible Planung gezogen werden.

- (2) Eine Fortschreibung von Zahlen der Vergangenheit gerade mit Blick auf Großprojekte war nicht veranlasst. Der Abfindungsprüfer verwies auf die Planung der Gesellschaft als Grundlage seiner Prüfungshandlungen, die dann aber auch der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt werden muss. Dabei flossen angesichts der Umbruchphase die positiven Erwartungen ebenso ein wie die Auswirkungen der strategischen Neuausrichtung der Gesellschaft, bei der das Projektgeschäft reduziert werden sollte. Der vorhandene Auftragsbestand war in die Planung der Prüfung einbezogen. Zum 31.12.2004 lag der Auftragsbestand ausweislich des Geschäftsberichts 2004 bei € 279,4 Mio., wobei die Auftragsreichweite entsprechend den Angaben im Geschäftsbericht des Lindner-Konzerns rund sechs Monate beträgt. Im Prüfungszeitraum selbst entwickelte sich der Auftragsbe-



stand rückläufig, nachdem er noch im September 2004 bei € 326,6 Mio. gelegen hatte.

Für die Tochtergesellschaft Lindner AG wurde für das Planjahr 2005 eine Gesamtleistung von € 300 Mio. angenommen, wobei sich der Auftragsbestand im Zeitraum von Mai 2004 bis Oktober 2004 in einem relativ konstanten Korridor von rund € 180 Mio. bis etwas über € 210 Mio. bewegte. Der Auftragsbestand zum 31.12.2004 kann dabei vollständig dem Geschäftsjahr 2005 zugerechnet werden. Von dieser geplanten Gesamtleistung der Lindner AG für 2005 wären rund 30% durch das vortragsfähige Auftragspolster abgedeckt gewesen. Diese Größenordnung erachteten die Abfindungsprüfer als durchaus plausibel.

Der Anteil von Großprojekten mit einem Auftragswert von mehr als € 3 Mio. lag im 4. Quartal des Jahres 2004 bei rund 69 %; der Anarbeitungsgrad für Großprojekte lag bei 52 %. Allerdings lässt sich aus diesem Bestand nicht die Schlussfolgerung ziehen, es werde auch in der Zukunft Großprojekte in der Größenordnung der Vergangenheit geben. Die Planung war nämlich darauf ausgerichtet, das Projektgeschäft zu verringern. Diese Überlegung war indes auch nicht singulär auf diese Gesellschaft beschränkt; vielmehr beobachtete

diesen Trend auch bei vergleichbaren Unternehmen aus der Baubranche. Angesichts dessen kann auch der Rückgang des Auftragsvolumens im Vergleich zum Geschäftsbericht für das Jahr 2004 nicht als unplausibel bezeichnet werden.

Ebenso wenig bedeuten die Aussagen im Übertragungsbericht auf Seite 10 zum Liefergeschäft einen Widerspruch zu den Planannahmen. Das Liefergeschäft und dessen Entwicklung war in den Planzahlen reflektiert; dies gilt nach der Aussage von

insbesondere auch wegen des Wachstums beim Auslandsgeschäft. In der Umsatzplanung der Gesellschaft spiegelt sich dies darin wieder, dass es im Jahr 2005 ein geringeres Gesamtniveau der



Umsatzplanung gab; das Liefergeschäft sollte positiv vor allem im Ausland aufgebaut werden.

- (3) Aus der Personalplanung lässt sich kein Rückschluss auf den Ansatz einer ein andauerndes Krisenszenario voraussetzenden und damit unplausiblen Gesamtplanung ableiten. Der Abfindungsprüfer erläuterte die Erforderlichkeit des entsprechenden Personalaufwands als Grundlage für die Ausweitung des Liefergeschäfts, nachdem dort dann Personal für die Vertriebsstruktur notwendig ist. Im Vergleich zum Projektgeschäft benötigt man ebenfalls entsprechende Mitarbeiter. Beim Liefergeschäft müssen die entsprechenden Leistungen zunächst von der Gesellschaft „gekauft werden“, wobei dann auch der Lieferant eine entsprechende Gewinnmarge bereits einkalkuliert hat. Dies führt zu einem Anstieg des eigenen Aufwands der Gesellschaft, während die eigene Marge dann sinken muss. Angesichts dessen sind die insoweit zugrunde gelegten Planansätze der Gesellschaft in sich stimmig.

Die Planung der Personalaufstockung in den Jahren 2007 und 2008 korrespondiert mit der Planung der Umsatzentwicklung, nachdem die Personalaufwandsplanung in Abhängigkeit von der Umsatzplanung vorgenommen wurde. Zudem muss die angenommene Steigerung der Löhne und Gehälter von etwa 2,5 % berücksichtigt werden, wobei diese Steigerungsrate nicht als unangemessen bezeichnet werden kann.

Eine mangelnde Plausibilität der Planung lässt sich in diesem Zusammenhang auch nicht aus dem vermehrten Einsatz von Subunternehmen ableiten. Zwar wird dadurch eigenes Personal in der Produktion eingespart, was sich an den Planzahlen insbesondere des Jahres 2005 mit einem deutlichen Rückgang der Mitarbeiterzahlen zeigt. Andererseits aber kommt es zu einer Verschiebung mit der Folge einer Kompensation des Rückgangs, weil durch die Verände-



rungen hin zum Liefergeschäft eine steigende Zahl von Vertriebsmitarbeitern benötigt wird.

- (4) Eine zur mangelnden Plausibilität der Planannahmen führende Diskrepanz zwischen steigender Materialaufwandsquote, steigenden Umsätzen und einem Rückgang des Ergebnisses vor Steuern vermag die Kammer aufgrund der Ausführungen von

nicht zu erkennen. Der Rohertrag bewegt sich konstant zwischen 39 und 40%, wobei es eine konstante Fortschreibung der Planung gab. Wenn die Margen rückläufig geplant wurden, beruht dies auf der mit einem zeitlichen Aufwand verbundenen Aufstockung des Personalaufwands. Dabei entspricht die langfristige Personalaufwandsquote der Hochrechnung; die übrigen Positionen blieben unverändert.

- (5) Aus der Entwicklung der Sachanlageinvestitionen muss kein deutlich positiverer Trend abgeleitet werden. Aufgrund der Änderung des Geschäftsmodells kommt es zu einer Verringerung der Sachanlageinvestitionen, was sich auch aus deren Entwicklung ablesen lässt. In der Vergangenheit lagen diese jährlich zwischen € 13 und € 15 Mio., während langfristig von einer Abschreibung von € 12 Mio. ausgegangen wird. Im Wechselzeitraum führte der Wandel des Geschäftsmodells zu einem niedrigeren Ansatz.

- (6) Eine Fehlerhaftigkeit der Planung lässt sich nicht aus der im Jahr 2005 erfolgten Sonderausschüttung liquider Mittel ableiten. Die Finanzierungsrechnung der Gesellschaft zeigte nach den Erläuterungen von , dass der entsprechende Betrag entnommen werden kann, ohne dadurch das operative Geschäft zu gefährden. Dabei führte die Abbildung der Sonderausschüttung über ein steuerliches Einlagenkonto zu einer Minimierung der Steuerlast, was sich als gerade auch für die Aktionäre vorteilhafte übliche Vor-



gehensweise darstellt. Bei der Behandlung der Ausschüttungen wurde steueroptimiert vorgegangen. Die Ab- und Aufzinsungen mussten sich dabei auf den Bewertungsstichtag beziehen, so dass die Kammer darin kein nachteiliges Vorgehen zu Lasten der Minderheitsaktionäre erkennen kann.

- (7) Der Rückgang des Umsatzes bei den Tochtergesellschaften im Ausland begründet keinen Korrekturbedarf bei den Planannahmen, auch wenn der Umsatzrückgang deutlich ist. Entscheidend ist dabei zum einen, dass es für diese Entwicklungen jeweils spezifische Begründungen gab. Zum anderen aber muss ganz maßgeblich und entscheidend gesehen werden, dass sich der Ergebnisbeitrag der Auslandsgesellschaften im selben Zeitraum von € 117.000,-- auf € 1,137 Mio. entwickeln sollte, wobei es zu einer kontinuierlichen Steigerung der Ergebnisse kam. Bereits der Übertragungsbericht hat darauf hingewiesen, dass bei den Gesellschaften Lindner England und Lindner Bulgarien für das Geschäftsjahr 2005 Sondereffekte aus verschiedenen Großprojekten in die Planung einfließen mussten; angesichts der bereits oben beschriebenen Entwicklung von Großprojekten ist es dann allerdings auch nicht zu beanstanden, wenn in den Folgejahren von normalisierten Auftrags- und Margenverhältnissen ausgegangen wird.
- (8) Der in der Planung angenommene Umsatzrückgang bei der Isoliertechnik GmbH erfordert keine Anpassung der Planzahlen. Die Geschäftsleitung entschied sich, unrentable Geschäftsbeziehungen ab 2005 nicht mehr einzugehen, um auf diese Art und Weise die Ertragslage zu stabilisieren. Zudem waren in der Hochrechnung für das Geschäftsjahr 2004 einige Großprojekte enthalten, mit denen in Zukunft nicht mehr gerechnet werden konnte. Die in der Planung rückläufige Gesamtleistung um € 13 Mio. auf € 40 Mio. im Geschäftsjahr 2008 führt zu einer Konzentration auf profitable Niederlassungen und



einen Rückzug aus unprofitablen Regionen. Zudem wird der die Asbestsanierung und -entsorgung betreffende Bereich wegen der in diesem Bereich erkennbar fortgeschrittenen Marktsättigung in Zukunft an Bedeutung verlieren. Das Vorhandensein verlustbringender Gesellschaften und deren Schließung zeigt sich gerade auch darin, dass in der Detailplanungsphase trotz zurückgehender Umsätze mit deutlich steigenden Jahresüberschüssen gerechnet wurde. Dann aber müssen die Planannahmen als plausibel und nachvollziehbar bezeichnet werden. Ohne die Schließung nicht profitabler Niederlassungen könnte die Entwicklung so nicht eintreten. Aus diesem Grund muss auch die Planung rückläufiger Personalaufwendungen in diesem Bereich als plausibel angesehen werden.

- (9) Die Ansätze in der Ewigen Rente bedürfen keiner Korrekturen. Dabei ergibt sich dies insbesondere nicht aus dem Fehlen konkreter Planzahlen. Es liegt im Wesen der Ewigen Rente und deren Ansatz in der Unternehmensbewertung, dass in diesem Zeitraum eine konkrete Planung gerade nicht mehr vorliegt. Ausgehend von einem eingeschwungenen Zustand kann von den Planannahmen der Detailplanungsphase ausgegangen werden und können diese fortgeschrieben werden.
- (a) Soweit für den Anteil der Material-/Personalkosten am Gesamtaufwand im Terminal Value ein Wert von 82 % zugrunde gelegt wurde, bedarf dies keiner Korrektur. Der Abfindungsprüfer verwies zur Begründung auf die relativ konstante Entwicklung hin; im Jahr 2003 betrug dieser Anteil bereits 80,4 %. Daher kann aber der sehr viel niedrigere Wert des Jahres 2002 nicht in die Analyse aufgenommen werden, nachdem seit dem Jahr 2003 insoweit stabile Verhältnisse zu beobachten waren und der Vorjahreswert 2002 daher nicht als repräsentativ angesehen werden darf.



- (b) Die Abschreibungen konnten in der Ewigen Rente mit 3,7 % angesetzt werden. Aus den Abschreibungen in der Phase I kann nicht zwingend auf den Umfang der Reinvestitionsrate geschlossen werden, die im Terminal Value maßgeblich ist. Durch den Ansatz der Reinvestitionsrate wird der Notwendigkeit der Substanzerhaltung Rechnung getragen. Annahmegemäß kann es in der Ewigen Rente nur noch zu Ersatzinvestitionen kommen, nachdem sich das Unternehmen im eingeschwungenen Zustand befindet und daher keine Erweiterungsinvestitionen angesetzt werden (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 331; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12. S. 78; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13). Der vorgenommene Ansatz einer Ableitung aus den Investitionen der Vergangenheit kann nicht beanstandet werden, wobei auch die Orientierung anhand der Abschreibungsbeträge in den Jahren 2004 und 2007 durchaus sachgerecht ist. Der Wechsel des Geschäftsmodells der Gesellschaft führt zunächst zu einem niedrigeren Investitionsbedarf und einem niedrigeren Investitionszyklus. Der angesetzte Wert von € 12 Mio. setzt demgegenüber an den tatsächlich erforderlich werdenden Investitionen an. Die Reduktion der Investitionen in der Planungsphase I rechtfertigt dann auch eine niedrigere Abschreibungsquote im Vergleich zur Ewigen Rente, wo ein nachhaltiges Investitionsvolumen zugrunde gelegt werden muss, nachdem der Abfindungsprüfer auch auf das Erfordernis hinwies, langfristig müsse zur Erhaltung der Substanz mehr investiert werden als in der Umbruchzeit der Detailplanungsphase.
- (c) In der Ewigen Rente war der Beitrag der Isoliertechnik GmbH tatsächlich mit € 485.000,-- anzusetzen. In der Vergangenheit erwirtschaftete diese Gesellschaft einschließlich deren Tochter-



gesellschaft Isotec France erhebliche Verluste. Da allerdings wegen dieser in der Vergangenheit erzielten Verluste eine vollständige Thesaurierung erfolgen muss und der Planungshorizont hierfür nicht ausreichte, musste ein technischer Abschlag von € 203.000,-- angesetzt werden, woraus sich dann der Wert von € 485.000,-- errechnet.

- (d) Ebenso musste beim Beteiligungsergebnis der Lindner AG in der Ewigen Rente mit 58 % ein anderer Beteiligungsansatz als in der Detailplanungsphase angesetzt werden. Dies beruht wiederum auf den Korrekturgrößen – Enderes sowie den Auslandsgesellschaften, die in den Planjahren Verluste und keine positiven Effekte brachten. Da auch hier der Zeitraum zum Ausgleich dieser Verluste nicht hinreichend lang war, erfolgte ein technischer Ansatz durch die Korrektur in der Ewigen Rente.
  - (e) Es kann nicht davon ausgegangen werden, ein Teil der Ausschüttung liquider Mittel hätte angesichts der unterschiedlichen Barwertfaktoren in die Ewige Rente verlagert werden müssen. Die Verzinsung der Anlage erfolgte bei der Gesellschaft unter dem Kapitalisierungszinssatz, weshalb jede Verschiebung in die Ewige Rente und damit nach hinten in die fernere Zukunft für die Minderheitsaktionäre nachteilig gewesen wäre. Der Barwertfaktor besagt lediglich, dass jedes Jahr der angenommene Ertrag erzielt werde, woraus sich auch aus den unterschiedlichen Barwertfaktoren ein anderes Ergebnis nicht rechtfertigen lässt.
- (10) Bei der Ausschüttungsquote musste sowohl in der Detailplanungsphase ab 2006 wie auch im Terminal Value eine Ausschüttungsquote





von 45 % und demgemäß eine Thesaurierungsquote von 55 % angesetzt werden.

- (a) Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 45 % in Phase I bedarf keiner Korrektur. Zwar wird regelmäßig davon ausgegangen, der Umfang der Ausschüttung in der Detailplanungsphase müsse sich an den konkreten Planungen der Gesellschaft orientieren (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13). Eine derartige Planung lag – mit Ausnahme des Jahres 2005, in dem die Sonderausschüttung vorgenommen wurde – indes nicht vor, worauf die gerichtlich bestellten Sachverständigen in ihrem Gutachten ausdrücklich hingewiesen haben. Bei einer vollständig fehlenden Ausschüttungspolitik kann es daher nicht beanstandet werden, wenn sich die Ausschüttungsquote am tatsächlichen Ausschüttungsverhalten anderer Unternehmen orientiert (vgl. LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12). Der gerichtlich bestellte Sachverständige erläuterte im Gutachten die Vereinbarkeit einer Ausschüttungsquote von 45 % mit den Gegebenheiten insbesondere in der Branche, wie sie sich auch aus der von den Sachverständigen gebildeten Peer Group mit 18 Unternehmen darstellt. Die Mittelwerte liegen in einer Bandbreite von 41,5 % bis 45,1 %, weshalb die angesetzte Ausschüttungsquote der Lindner Holding KGaA hierzu passt. Auch wenn man vergleichend das Ausschüttungsverhalten der Gesellschaft aus der Vergangenheit heranzieht, kann bei einem Ansatz von 43 % im Mittel bei Quoten zwischen 26 % und 53 % nicht davon ausgegangen werden, die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Ausschüttungsquote von 45 % bedürfe der Korrektur.



- (b) Dieser Ansatz gilt auch für den Terminal Value. Da in diesem Zeitraum eine konkrete Unternehmensplanung nicht mehr vorliegt und – wie ausgeführt – auch nicht vorliegen kann, ist es sachgerecht, auch hier auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen. Die durchschnittliche Ausschüttungsquote wird je nach Studie mit Werten zwischen 40 % und 60 % oder 40 % und 70 % angesetzt. Wenn dann auf einen zwischen diesen Extremwerten liegenden Wert zurückgegriffen wird, muss dies nicht korrigiert werden.
- (c) Der vorgenommene Abzug eines Betrags von € 370.000,-- in der Ewigen Rente zur Wachstumsfinanzierung erfolgte systemgerecht. Aufgrund der Ausschüttung der Dividende und einer fiktiven Zurechnung der Thesaurierung können die finanziellen Überschüsse nur noch in Höhe der branchentypischen Preissteigerung wachsen. Die im nachhaltigen Ergebnis angenommene Thesaurierung in Höhe der Wachstumsrate berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der Gewinn-und-Verlust-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht. (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, der Kapitalisierungszinssatz in



der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindenden Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll.

- (d) Selbst wenn sich Aktienrückkäufe für die Aktionäre unter Umständen steuerlich günstiger auswirken sollten, muss es nicht zu einer Änderung der Thesaurierungsannahmen kommen. Gerade auch aus Art. 14 Abs. 1 GG lässt sich nicht ableiten, es müsste der optimalste Wert für die Aktionäre abgeleitet werden. Vielmehr muss die Planung, zu der auch der Ansatz einer Ausschüttungsquote gehört, ein realistisches Bild abgeben. Daher konnte diese Quote sowohl in der Detailplanungsphase ab 2006 wie auch in der Ewigen Rente zugrunde gelegt werden.

- b. Der Wert der so ermittelten Jahresüberschüsse muss nach der Ertragswertmethode mittels des Kapitalisierungszinssatzes auf den Stichtag der Hauptversammlung abzuzinsen, wobei die einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes vorliegend einer Korrektur bedürfen. Der Kapitalisierungszinssatz selbst soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.

Zutreffend ist dabei der Ausgangspunkt des Ansatzes persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln, wobei die für Unternehmensbewertungen allgemein angenommene pauschalierte Steuerbelastung von 35 % keinen grundlegenden methodischen Einwänden unterliegt, weshalb unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens ein typisierter Steuersatz von 17,5 % angesetzt werden konnte (vgl. OLG München AG 2007, 287, 290; ZIP



2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; LG München I, Beschluss vom 31.10.2014, 5HK O 16022/07).

Dem Ansatz eines Steuersatzes von 35 % hinsichtlich der persönlichen Ertragsteuern lässt sich nicht entgegenhalten, es müsse bereits das System der Abgeltungssteuer zugrunde gelegt werden, weil Eckpunkte dieser Steuerreform bereits im Dezember 2005 in wesentlichen Grundzügen publiziert gewesen seien. Dem steht bereits entgegen, dass die Hauptversammlung bereits mehr als neun Monate früher am 25.2.2005 stattfand und daher die Eckpunkte zu diesem Zeitpunkt noch nicht bekannt gemacht gewesen sein sollen. Vor allem aber kann das durch das Unternehmensteuerreformgesetz 2008 vom 14.8.2007 (BGBl. I 1912) eingeführte System der Abgeltungssteuer nicht berücksichtigt werden, selbst wenn es schon zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 25.02.2005 in der politischen Diskussion gewesen sein sollte. Dieser Umstand darf nach der Wurzeltheorie nicht berücksichtigt werden. Bei Maßnahmen des Gesetzgebers muss von einer Berücksichtigungsfähigkeit jedenfalls dann ausgegangen werden, wenn beide Gesetzgebungsorgane – mithin der Deutsche Bundestag und der Bundesrat – die entsprechenden Beschlüsse gefasst haben (vgl. München I, Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07). Die Befassung und insbesondere auch Verabschiedung in den maßgeblichen Gesetzgebungsorganen deutscher Bundestag und Bundesrat war im Februar 2005 nicht ansatzweise erkennbar.

(1) Der Basiszinssatz war in sachgerechter Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank zu ermitteln und für die Jahre der Phase I von 2005 bis 2007 mit Werten von 2,22 %, 2,44 % und 2,65 % sowie in der Ewigen Rente von 4,67 % vor Steuern und demgemäß auf 1,45 %, 1,58 % und 1,72 % bzw. 3,04 % nach Steuern festzusetzen.

(a) Dabei war zur Ermittlung der Höhe des Basiszinssatzes auf die Zinsstrukturkurve zurückzugreifen und nicht auf die zuvor an-



gewandte Methode der Schätzung aufgrund der Empfehlungen des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW. Der Ansatz der Zinsstrukturkurve ist methodisch deutlich überlegen und führt zu einer erheblichen Präzisierung der angesetzten Basiszinssätze (vgl. hierzu OLG München AG 2007, 411, 412; LG München I, Beschluss vom 29.06.2012, Az. 5HK O 16202/03).

- (b) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 320 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesan-



leihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

Vorliegend konnte indes ausnahmsweise nicht für den gesamten Zeitraum ein einheitlicher Basiszinssatz angesetzt werden. Vielmehr musste in der Detailplanungsphase auf periodenspezifische Basiszinssätze, sogenannte Spot Rates abgestellt werden. Bei der Ableitung des einheitlichen barwertäquivalenten Basiszinssatzes aus der Zinsstrukturkurve wird von einer moderat wachsenden abzunehmenden Zahlungsreihe ausgegangen. Dieser Ansatz konnte hier angesichts der Planannahmen der Gesellschaft für Phase I allerdings nicht zugrunde gelegt werden, nachdem hier im Geschäftsjahr 2005 eine Sondersituation mit erheblichen Ausschüttungen vorlag. In diesem Planjahr sollte es zu einer Auflösung der Gewinnvorträge und der Rücklagen kommen. Ohne den Ansatz eines periodenspezifischen Basiszinssatzes käme es zu einer zu starken Verzerrung durch den Ansatz eines dann zu hohen Basiszinssatzes. In der Ewigen Rente war demgegenüber entsprechend den Feststellungen der Sachverständigen ein Basiszinssatz von 4,67 % anzusetzen. Die Berechnung der einheitlichen Spot Rate für die Jahre 2008 ff. berücksichtigt die gleichen Spot Rates wie bei der hier nicht sachgerechten Annahme eines einheitlichen Basiszinssatzes. Die Abweichung ist notwendig, weil nicht mit der Spot Rate des Jahres 2005, sondern mit der zu Beginn der Ewigen Rente – also dem Jahr 2008 – gerechnet wird. Da aber die Zinsstrukturkurve relativ schnell ansteigt, resultiert daraus die Anhebung des einheitlichen Basiszinssatzes um 0,2 Prozentpunkte. Die nachhaltige Anhebung ist Konsequenz aus der Verwendung der Spotrates der Jahre 2005 bis 2007, die um rund 2 Prozentpunkte unterhalb des einheitlichen Basiszinssatzes zum Bewertungsstichtag lag.



(2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes ist der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag zu erhöhen, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und hier 2,9 % beträgt. Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).

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

Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatli-



chen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

(aa) Beim (Tax-)CAPM muss das unternehmensindividuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-) CAPM nimmt dies mittels des sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser ergibt sich als Kovarianz oder Wechselbeziehung zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz des Aktienindex (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 809).





(bb) Im vorliegenden Fall konnte trotz Börsennotiz der Lindner Holding KGaA das unternehmenseigene Beta nicht angesetzt werden. Entscheidend muss dabei auf die mangelnde Liquidität der Aktie der Lindner Holding KGaA abgestellt werden. Dieser Umstand zeigt sich zum einen daran, dass in den Jahren 2001 bis 2004 die Aktien nicht an sehr vielen Handelstagen gehandelt wurden – nämlich lediglich zwischen 105 und 120. Ebenso kann das Handelsvolumen als nicht sonderlich hoch eingestuft werden, was vor allem für das besonders wichtige letzte Jahr vor dem Stichtag gilt. Zum anderen spricht ganz wesentlich gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Beta-Faktors der in den Jahren von 2000 bis 2004 mit Werten zwischen 3% in Werten zwischen 3 % in 2004 und 6,1 % in 2002 hohe Bid-Ask-Spread. Dieser liegt bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen deutlich über dem Bid-Ask-Spread sehr liquider Aktien. Auch wenn es keine festen Werte gibt, ab denen eine Aktie als nicht mehr liquide bezeichnet werden kann, zeigt die Gesamtanalyse der maßgeblichen Faktoren, dass das unternehmenseigene Beta der Gesellschaft nicht herangezogen werden kann.

Demzufolge muss im Rahmen des (Tax-)CAPM auf eine Peer Group zurückgegriffen werden. Dies führt zu einem operativen Beta-Faktor von 0,58 unlevered. Dabei mussten allerdings im Vergleich zu der ursprünglichen Peer Group, die seitens der Antragsgegnerin und des Abfindungsprüfers angesetzt wurde, Korrekturen vorgenommen werden.

Zum einen mussten aufgrund ihrer geringen Liquidität die Vorzugsaktie der Walter Bau AG, die Aktien der Plettac AG sowie der Omnium Français Industriel et Commercial



SA, Paris, herausgenommen werden, nachdem deren Aktien einen noch ungünstigeren Bid-Ask-Spread als die Aktien der Lindner Holding KGaA aufwiesen. Zum anderen konnten angesichts der Analyse der Tätigkeitsschwerpunkte Bouygues SA, Intrakat SA, Strabag AG sowie die beiden niederländischen Unternehmen Royal Boskalis Westminster N.V. sowie die Koninklijke BAM Groep N.V. nicht in der ursprünglichen Peer Group verbleiben. Bei Bouygues SA entfiel mehr als die Hälfte des operativen Ergebnisses auf die Bereiche Media, Telekommunikation und andere und folglich auf Bereiche, die mit der Tätigkeit der Lindner Holding KGaA nicht vergleichbar sind. Da aber die Ertragslage von Bouygues SA erkennbar in den genannten Bereichen ihren Schwerpunkt hat, durfte sie mangels Vergleichbarkeit nicht in die Peer Group aufgenommen werden. Dasselbe gilt für die in Griechenland beheimatete Intrakat SA, die neben den Geschäftsbereichen der Herstellung von Fernseh- und Radiosendeanlagen und der Konstruktion von Straßen in Flughäfen und von Stadien im Bereich Hochbau und Infrastrukturprojekten tätig ist. Da indes bereits eine Zweiteilung des zuletzt aufgeführten Segments in Hochbau und Infrastrukturprojekte nicht möglich ist, musste diese Gesellschaft nicht nur wegen der ohnehin zu geringen Umsatzgröße, sondern vor allem auch wegen der mangelnden Vergleichbarkeit aus der Peer Group herausgenommen werden. Dies ist vor allem deshalb von Bedeutung, weil diese beiden Gesellschaften einen weit überdurchschnittlichen Beta-Faktor aufweisen.

Die Herausnahme der Strabag AG beruht auf der Tätigkeit mit dem Schwerpunkt im Straßenbau. Der Umstand, dass diese Gesellschaft nach einer Übernahme von wesentli-



chen Teilen der insolventen Walter Bau-Gruppe bereits im Jahr 2007 in der Lage war, nennenswerte Umsätze im Hochbau zu erzielen, kann eine andere Beurteilung nicht rechtfertigen, weil es ausschließlich auf die Geschäftstätigkeit zum Stichtag ankommen kann und nur Daten aus der Zeit vor dem Stichtag sachgerecht in die Ermittlung des Beta-Faktors eingehen dürfen.

Die von der Antragsgegnerin erhobenen Einwendungen gegen die Aufnahme von insgesamt acht weiteren Unternehmen, die ausweislich des Sachverständigengutachtens hinsichtlich ihres Produktportfolios, des bearbeiteten Marktes sowie der Unternehmensgröße der Lindner Holding KGaA ebenfalls ähnlich sind und auch über eine ausreichende Liquidität verfügen, rechtfertigen keine Änderung des operativen Beta-Faktors von 0,58. In ihrem Ergänzungsgutachten verwiesen die Sachverständigen nämlich darauf, dass auch für die Unternehmen der kleineren Peer Group – also ohne die Aufnahme der nach Einschätzung der Sachverständigen vergleichbaren weiteren acht Unternehmen – sich der unverschuldete, also rein operative Beta-Faktor bei 0,58 bewegt.

Die Ermittlung der Beta-Faktoren durch die Sachverständigen erfolgte methodengerecht unter Eliminierung des Kapitalstrukturrisikos aus den Beta-Faktoren, weshalb der Beta-Faktor – außer bei völlig schuldenfreien Unternehmen – sinken muss. Sodann bereinigten die Sachverständigen die operativen Beta-Faktoren um den Einfluss externer Renditepaare und schlossen sodann in einem letzten Schritt Beta-Faktoren mit nicht ausreichend statistischen Eigenschaften aus. Demgemäß geht ein ermittelter Beta-Faktor nur dann in die Berechnung ein, wenn der



wirkliche Beta-Faktor mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % nicht mehr als 0,2 nach oben oder unten vom ausgewiesenen Mittelwert abweicht. Daraus ergab sich dann der Median von 0,58. Als Regressionszeitraum legten die Sachverständigen sowohl 52 als auch 104 Wochen zugrunde unter Verwendung von Intervallen von einmal fünf Tagen (also eine Woche) und von 20 Tagen (also ungefähr ein Monat), wobei dabei nicht nur von Freitag zu Freitag, sondern zum Ausschluss von Verzerrungen alle Wochentage einbezogen wurden. Mit dieser Vorgehensweise wurden auch alle vorhandenen Kursinformationen des Regressionszeitraums und nicht nur diejenigen der jeweiligen Freitage erfasst. Auch verbessert sich dadurch die statistische Qualität der ermittelten Beta-Faktoren, weil sich die Konfidenzintervalle des Beta-Schätzers vermindern.

Das Kapitalstrukturrisiko der Lindner Holding KGaA führt vorliegend nicht zur Notwendigkeit einer Erhöhung des Beta-Faktors im Wege des Relevern. Dabei wird der unverschuldete Beta-Faktor entsprechend dem Verschuldungsgrad des Bewertungsobjekts in einen verschuldeten Beta-Faktor übergeleitet unter Anwendung der Formel  $\beta_{\text{verschuldet}} = \beta_{\text{unverschuldet}} \times (1 + \text{Verschuldungsgrad})$ . Bei der Lindner Holding KGaA besteht indes die Besonderheit, dass per Saldo keine Zinsaufwendungen entstehen, die als Fixkosten das Finanzierungsrisiko darstellen. Dies resultiert daraus, dass bei der Gesellschaft bereits geringe Fremdkapitalbestände einschließlich Pensionsrückstellungen bestehen und auch nach der Auskehrung nicht betriebsnotwendiger Aktiva erhebliche Bestände an verzinslichen Aktiva vorhanden sind. Per Saldo verbleibt dann ein deutlich positiver Zinssaldo. Die Lindner Holding KGaA



weist demgemäß ab dem Jahr 2006 ein Zinsergebnis von 0 aus, die Lindner AG ein positives Zinsergebnis von rund € 1,5 Mio. und die weiteren Einheiten aus den Auslandsgesellschaften, Enderes und der Lindner Isoliertechnik GmbH ein negatives Zinsergebnis von nur € 680.000,--. Demzufolge kann unter Anwendung des (Tax-)CAPM ein Beta-Faktor von 0,58 angesetzt werden.

- (b) Allerdings kann das (Tax-)CAPM mit dem Ansatz einer über das arithmetische Mittel mit einem jährlichen Wiederanlagezeitraum ermittelten Marktrisikoprämie nicht als einzig taugliches Kriterium zur Ermittlung des Risikozuschlags herangezogen werden, auch wenn dies von den IDW-Standards so empfohlen wird und die Mehrzahl der Oberlandesgerichte dem folgen.

Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemes-



sung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Besteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Halbdauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien



anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21362/12). Angesichts dessen muss ein Abschlag von dem in den Bewertungsgutachten der Antragsgegnerin und der Abfindungsprüfer von ; angesetzten Wert der Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern vorgenommen werden. Sie ist in Übereinstimmung mit den gerichtlich bestellten Sachverständigen auf einen Mittelwert von 5 % nach Steuern festzusetzen, woraus sich dann unter Heranziehung des (Tax-)CAPM ein Risikozuschlag von 2,9 % ergibt.



- (c) Der auf diese Weise ermittelte Risikozuschlag von 2,9 % nach Steuern steht auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken. Das Risiko der Gesellschaft muss insgesamt als unterdurchschnittlich angesehen werden, auch wenn die Tätigkeit im Hochbau konjunkturabhängig ist. Dieses Risiko wird jedoch durch die Verstärkung der Auslandstätigkeit wieder reduziert, weil eine deutliche Verringerung der Abhängigkeit vom Inlandsmarkt und damit nur von einem Markt die Folge ist. Eine deutliche Reduzierung des Risikos lässt sich auch aus der geplanten Verlagerung weg vom Projektgeschäft hin zu einer Verstärkung des Liefergeschäfts im Umfang der strategischen Neuausrichtung der Gesellschaft ableiten. Gerade dieser Umstand, der eine deutliche Verringerung des Risikos nach sich zieht und den Ansatz eines unterdurchschnittlichen Risikozuschlages rechtfertigt, trägt der notwendigen zukunftsgerichteten Betrachtungsweise bei der Ermittlung auch des Risikozuschlages Rechnung. Bei der Beurteilung des Gesamtrisikos der Gesellschaft muss auch die sehr günstige Finanzierungssituation berücksichtigt werden.

Eine Änderung des Risikozuschlages ist auch nicht deshalb gerechtfertigt, weil weder bis zum Bewertungsstichtag noch durch den am Bewertungsstichtag beschlossenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre eine Einbindung in einen Konzern erfolgte. Bewertungsobjekt ist ausschließlich die Lindner Holding KGaA, also eine reine Holdinggesellschaft, an deren Grundkapital die Antragsgegnerin mit etwas über 95 % beteiligt war. Die Gesellschaft selbst ist mit 58,1 % an der operativ tätigen Lindner AG beteiligt. An der als Holdinggesellschaft tätigen Antragsgegnerin waren zu unterschiedlichen Beteiligungsquoten Angehörige der  beteiligt. Abgesehen davon führt die Einbindung in einen faktischen Konzern nicht zu einer





Reduzierung der Risiken der Gesellschaft und damit des Risikozuschlags.

(d) Weitere gerade auch in der Wissenschaft diskutierte Modelle zur Ermittlung des Risikozuschlages führen nicht zu besseren Erkenntnissen und müssen daher nicht zwingend berücksichtigt werden.

(aa) Dies gilt zunächst für die Arbitrage Pricing Theorie. Dieses Modell steht unter der Annahme, dass die erwarteten Aktienrenditen eine lineare Funktion verschiedener Risikoprämien sein müssten. Zwar kommt dieses Modell mit einer geringeren Zahl und anfänglich weniger restriktiven Annahmen aus. Andererseits besteht aber auch hier ein erheblicher Ermessensspielraum, der sich aus den ökonomischen Faktoren ergibt, auch wenn diese eine gewisse Verbesserung darstellen mögen. Der Sachverständige hat in seinem Gutachten darauf hingewiesen, dass bei der Umsetzung des Modells Schwierigkeiten auftreten und wegen der Komplexität und der vergleichsweise geringen Erprobtheit in der Praxis dieses Modell derzeit keine Alternative zur Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswert darstellen kann (so auch LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5 HK O 16505/08).

(bb) Auch das Drei-Faktoren-Modell von Fama and French bietet keinen verbesserten Ansatz. Dieses Modell berücksichtigt neben der Marktisikoprämie und dem Beta-Faktor zusätzlich noch weitere Faktoren, die sich auf die Marktkapitalisierung und das Kurs-Buchwert-Verhältnis beziehen, wodurch die erwartete Überrendite von kleinen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohem Quotienten aus



Buch- und Marktwert berücksichtigt werden sollen. Zudem gibt es Erkenntnisse, dass für den deutschen Kapitalmarkt gerade keine Überrendite für kleinere Unternehmen im Vergleich zu größeren Unternehmen besteht. Die weiter gesteigerte Komplexität führt dazu, dass derzeit nicht geklärt ist, ob diese von Fama and French vorgeschlagenen Faktoren tatsächlich eine Verbesserung der Kapitalkostenstruktur mit sich bringen (so bereits LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08, S. 45).

- (cc) Die als Alternative zu kapitalmarkttheoretischen Modellen entwickelte implizite Ableitung von Eigenkapitalkosten aus dem Börsenkurs ist nach Auffassung der Kammer gleichfalls nicht geeignet, einen anderen Risikozuschlag als oben angenommen zu begründen. Das Modell zur Ermittlung der impliziten Kapitalkosten muss nämlich konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Üblicherweise wird dabei auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatz exakt zum Börsenkurs führen und in dem Fall unmittelbar auf den Börsenkurs abgestellt werden könnte (so bereits LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08, S. 45 f.).



(dd) Das Build up-Modell, das vor allem bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten kleinerer, nicht börsennotierter Unternehmen in den USA entwickelt wurde, vermittelt gleichfalls keine besseren Erkenntnismöglichkeiten. Die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens setzen sich dabei aus dem systematischen Marktrisiko, dem unsystematischen Risiko in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße und dem spezifischen Unternehmensrisiko des zu bewertenden Unternehmens zusammen, wobei Ausgangsgröße wie beim (Tax-)CAPM der risikolose Zins ist. Bei einem ausschließlichen Ansatz dieses Modells kommt es zu einer weiteren Vergrößerung der Bandbreite möglicher Ergebnisse mit einer damit verbundenen weiteren Erschwerung der Nachprüfbarkeit.

(ee) Die von Black und Littermann vorgenommene Weiterentwicklung der von Markowitz vorgestellten Portfoliotheorie kann nicht als zur selbständigen Unternehmensbewertung geeignet angesehen werden. In diesem Modell wird versucht, die Eigenkapitalrenditen unabhängig von Vergangenheitsdaten auf Basis individueller Investorenerwartungen zu berechnen. Dieses Modell beruht letztlich darauf, dass Wertpapiere zueinander in Relation bewertet werden, weshalb eine direkte Unternehmensbewertung durch dieses Modell gerade nicht möglich ist. Auch wenn es einen theoretisch fundierten Ansatz darstellt, ist dessen Tauglichkeit für Zwecke der Unternehmensbewertung aufgrund der hohen Anforderungen und vieler in der Fachliteratur noch nicht eindeutig definierter Modellkomponenten nicht zu bejahen.



(ff) Angesichts seiner hohen Komplexität ist auch das intertemporale CAPM von Merton noch weitaus schwieriger umzusetzen als die Arbitrage Pricing Theorie, weshalb es gleichfalls für eine objektivierte Unternehmensbewertung nicht in Frage kommt.

(gg) Die im Zähler des Bewertungskalküls ansetzende Sicherheitsäquivalenzmethode scheitert daran, dass sich die diesem Ansatz zugrunde liegenden und zwingend notwendigen Risikonutzenfunktionen weder zuverlässig ermitteln noch intersubjektiv nachprüfen lassen.

Angesichts dessen musste der Risikozuschlag auf 2,9 % nach Steuern festgesetzt werden.

(3) Im Terminal Value war ein Wachstumsabschlag von 1% anzusetzen.

(a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des



Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen. Gerade bei den Möglichkeiten, Kostensteigerungen auf die Abnehmer umzulegen, muss die strukturelle Lage des Marktes gesehen werden, in dem die Lindner Holding KGaA tätig ist. Zum allein maßgeblichen Zeitpunkt der Hauptversammlung musste unverändert von einer Wirtschaftslage in Deutschland ausgegangen werden, die von einer rückläufigen inländischen Baukonjunktur geprägt war, auch wenn das Nullwachstum des Vorjahres in der deutschen Wirtschaft insgesamt überwunden werden konnte. Angesichts der ungünstigen Branchenkonjunktur muss von einem anhaltend hohen Margendruck ausgegangen werden, der es vielfach nicht gestattet, die Preissteigerungen, die die Gesellschaft beschaffungsseitig treffen, in vollem Umfang an die Kunden weiterzugeben. Für die Bauindustrie erwartete man in den Jahren 2005 und 2006 Wachstumsraten von 0,7 % bzw. 0,25 % sowie für die Ausrüstungsinvestitionen von 0,2 % und 0,7 %. Bereits aus diesem Grunde kann nicht zwingend von einem unterhalb der erwarteten Inflationsrate liegenden Ansatz eines Wachstumsabschlages ausgegangen werden.



- (b) Allerdings kann nicht ausschließlich auf dieses inflationsbedingte Wachstum abgestellt werden; vielmehr müssen auch auf die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, sodass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss.
- (c) Die Annahme einer inflationsinduzierten Zunahme von 1 % der Geschäftstätigkeit ist realistisch. Diese Umsätze erfordern es eine Thesaurierung in einem Maße, dass der Verschuldungsgrad in der Ewigen Rente konstant bleibt. Für diese wachstumsbedingte Thesaurierung muss ein Betrag von 1 % des zum Ende des Detailplanungszeitraums vorhandenen bilanziellen Eigenkapitals in die Bewertung eingestellt werden; dies waren bei der Lindner Holding KGaA € 370.000,--.
- (d) Diesem Ansatz kann die Erhebung des Statistischen Bundesamtes, aus der sich ein Gewinnwachstum von jährlich 5,77 % bei deutschen Kapitalgesellschaften ergebe, nicht entgegeng gehalten werden. In den in dieser Statistik ausgewiesenen Gewinnen ist nämlich auch thesaurierungsbedingtes Wachstum enthalten. Zudem verwiesen die Sachverständigen bei ihrer Anhörung darauf, dass die Zahl der Kapitalgesellschaften stark gestiegen ist, weshalb es nicht immer dieselben Unternehmen sind, auf die abgestellt wird. Ebenso zeigen die Zahlen aus den



Berechnungen von Creutzmann, dass das mengenbedingte Wachstum und das thesaurierungsbedingte Wachstum zu berücksichtigen sind.

Auch der Beschluss des Landgerichts Hamburg vom 23.4.2014, Az. 417HK O 111/12 rechtfertigt keine andere Beurteilung. Er ist vor allem von der Erkenntnis geprägt, die dortige Gesellschaft sei tendenziell in der Lage, inflationsbedingte Kostensteigerungen auf ihre Abnehmer überzuwälzen. Dieser Ansatz kann jedenfalls für die ersten beiden Jahre der Detailplanungsphase auch in der Bauindustrie so angenommen werden. Doch selbst wenn im Zeitraum der ewigen Rente angesichts der Wettbewerbssituation ein vollständiges Überwälzen der Preissteigerung auf Kunden nicht möglich sein sollte, führt dies angesichts der Notwendigkeit der Berücksichtigung thesaurierungsbedingten Wachstums gerade nicht zu einem Schrumpfen des Unternehmens.

Angesichts dessen errechnet sich der Ertragswert der Lindner Holding KG folgendermaßen:

| <b>Lindner Holding KGaA</b>                                     | €             | €            | €            | €              |
|---|---------------|--------------|--------------|----------------|
|   | <b>2005</b>   | <b>2006</b>  | <b>2007</b>  | <b>2008ff.</b> |
| Jahresüberschuss Lindner KGaA/Lindner AG vor Rücklagenauflösung | 6.668         | 5.021        | 5.302        | 5.364          |
| Auflösung Gewinnvortrag und Rücklagen Lindner AG                | 25.360        |              |              |                |
| Auflösung Gewinnvortrag und Rücklagen Lindner KGaA              | 9.596         |              |              |                |
| <b>Bilanzgewinn vor Thesaurierung</b>                           | <b>41.625</b> | <b>5.021</b> | <b>5.302</b> | <b>5.364</b>   |
| Thesaurierung 0,55  | 0             | -2.762       | -2.916       | -2.950         |
| <b>Ausschüttung</b>   | <b>41.625</b> | <b>2.259</b> | <b>2.386</b> | <b>2.414</b>   |
| Persönliche Einkommensteuer auf Ausschüttung (17,5%)            | -999          | -395         | -418         | -422           |
| Persönliche Einkommensteuer auf Thesaurierung (0%)              | 0             | 0            | 0            | 0              |
| Wertbeitrag aus Thesaurierung                                   | 0             | 2.762        | 2.916        | 2.950          |
| Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum                         |               |              |              | -370           |



|  |                |              |              |              |
|--|----------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Zu kapitalisierendes Ergebnis</b>                   | <b>40.625</b>  | <b>4.626</b> | <b>4.885</b> | <b>4.572</b> |
| Basiszins  | 2,22%          | 2,44%        | 2,65%        | 4,67%        |
| Typisierte Einkommensteuer                             | -0,78%         | -0,85%       | -0,93%       | -1,63%       |
| <b>Basiszins nach persönlicher Steuer</b>              | <b>1,45%</b>   | <b>1,58%</b> | <b>1,72%</b> | <b>3,04%</b> |
| Nachsteuer-Marktrisikoprämie                           | 5,00%          | 5,00%        | 5,00%        | 5,00%        |
| unverschuldeter Betafaktor                             | 0,58           | 0,58         | 0,58         | 0,58         |
| Fremdkapital   | 0              | 0            | 0            | 0            |
| Eigenkapital zu Marktwerten                            | 130.513        | 95.403       | 95.012       | 95.012       |
| Verschuldungsgrad                                      | 0,00           | 0,00         | 0,00         | 0,00         |
| Verschuldeter Betafaktor                               | 0,58           | 0,58         | 0,58         | 0,58         |
| Verschuldeter Betafaktor (gerundet)                    | 0,58           | 0,58         | 0,58         | 0,58         |
| <b>Nachsteuer-Risikozuschlag</b>                       | <b>2,90%</b>   | <b>2,90%</b> | <b>2,90%</b> | <b>2,90%</b> |
| <b>Nachsteuer Kapitalisierungszins</b>                 | <b>4,35%</b>   | <b>4,48%</b> | <b>4,62%</b> | <b>5,94%</b> |
| Wachstumsabschlag                                      |                |              |              | -1,00%       |
| <b>Nachsteuer Kapitalisierungszins (nach Wachstum)</b> | <b>4,35%</b>   | <b>4,48%</b> | <b>4,62%</b> | <b>4,94%</b> |
| Barwertfaktor  | 0,9584         | 0,9160       | 0,8732       | 17,6896      |
| Barwerte   | 38.933         | 4.237        | 4.265        | 80.872       |
| Ertragswert per 01.01.2005                             | <b>128.308</b> |              |              |              |
| <b>Ertragswert per 25.02.2005</b>                      | <b>129.145</b> |              |              |              |

c. Zu diesem Ertragswert sind Sonderwerte in Höhe von € 2,212 Mio. aus dem Barwert der Verlustvorträge hinzuzuzählen.

- (1) Dieser Wert resultiert aus dem auf den Stichtag mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinsten Wert der Verlustvorträge der Lindner Iso-liertechnik GmbH, der Lindner Isotec, von Enderes, der Lindner plc. England, der Lindner France, der Welsy Belgien, der Lindner Ungarn, der Lindner Bulgarien und der Lindner China, die zum 25.02.2005 einen Barwert von € 2,212 Mio. aufwiesen. Den Umfang der einzelnen Verlustvorträge haben die Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme jeweils dargestellt. Grundlage waren dabei die Steuerbescheide für die einzelnen Gesellschaften. Der Barwert der Verlustvorträge ermittelt sich dann aus der Differenz zwi-





schen der Besteuerung der Erträge mit dem landesüblichen Steuersatz und dem tatsächlich zu zahlenden Steueraufwand.

Die Abzinsung nicht nur mit dem Basiszinssatz muss als sachgerecht bezeichnet werden, weil die Nutzung eines Verlustvortrages entscheidend davon abhängt, dass im operativen Geschäft Gewinne erwirtschaftet werden. Daher weist die Nutzung der Verlustvorträge dasselbe operative Geschäftsrisiko auf.

Nicht zu berücksichtigen waren die bei den Gesellschaften Tecmi, AL-Bau spol. und Mobilier AAH sro, wobei dies bei den beiden zuletzt genannten Gesellschaften den Grund in der Geringfügigkeit hatte. Bei Tecmi war eine Verschmelzung auf einen anderen Rechtsträger geplant, was den Untergang entsprechender Verlustvorträge zur Folge haben würde.

- (2) Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen oder weitere Sonderwerte waren nicht anzusetzen.
  - (a) Dies gilt zunächst für die Beteiligung der Gesellschaft an der Hibernia Beta. Hierbei handelt es sich nämlich gerade nicht um eine solche Beteiligung, die zur Erreichung des Betriebszwecks nicht erforderlich ist und der kein besonderes wirtschaftliches Gewicht für die Betriebsfortführung zukommt (vgl. Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 187 zur Definition des nicht betriebsnotwendigen Vermögens). Die Hibernia Beta ist für die Tätigkeit der Gesellschaft von wesentlicher Bedeutung, weil sie im Gesamtkomplex mit einem Überschuss aus Liquidität, mit der Finanzierungsstruktur und dem Bestand der Verbindlichkeiten als essentiell für die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft betrachtet werden muss. Im Baugewerbe müssen zu einem gewissen Teil Sicherheiten vorgehalten werden, was vorliegend durch die Hibernia



Beta geschah, die als Kreditsicherheit zur Verfügung stand. Ohne entsprechende Sicherheiten erhält ein Unternehmen keine Darlehen zur Verfügung gestellt. Dementsprechend berichtete auch von entsprechenden diesbezüglichen Vorstandsbeschlüssen aus der Vergangenheit. Ebenso bezeichnete er diese Vorgehensweise als durchaus nicht untypisch für die Baubranche, wie er aus seiner Tätigkeit als Wirtschaftsprüfer für andere Gesellschaften aus der Bauindustrie weiß. Ohne die Hibernia Beta hätte es Überlegungen zur anderweitigen Absicherung der Darlehen geben müssen. Folglich muss diese Beteiligung als betriebsnotwendig bezeichnet werden, weshalb sie über den Ertragswert in die Unternehmensbewertung eingeflossen ist

- (b) Die Grundstücke der Lindner Holding KGaA müssen als betriebsnotwendig qualifiziert werden. Sie werden als Produktionsstätten, Lagerhallen sowie für die Verwaltung genutzt, mithin für das operative Geschäft der Gesellschaft und können folglich nicht zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gerechnet werden.
- (c) Ein weiterer Ansatz nicht betriebsnotwendiger Liquidität kann nicht angenommen werden. Die vorhandene freie Liquidität wurde ausweislich des Übertragungsberichts in Form von Wertpapieren, Fondsanteilen und Bankguthaben als nicht betriebsnotwendig eingestuft und daher als zusätzliche Ausschüttung im Unternehmenswert bereits berücksichtigt. Ein weiterer Ansatz nicht betriebsnotwendiger Liquidität kann nicht angenommen werden. Dies zeigt sich insbesondere daran, dass Bauunternehmen regelmäßig über einen hohen Bestand an liquiden oder quasi liquiden Mitteln verfügen müssen, wobei dieser Bestand durchaus Schwankungen im Jahresverlauf unter-



liegt, weil er vor allem der Kostendeckung länger laufender Projekte dient (vgl. Krölle/Sommerkamp in: Drukarczyk/Ernst, branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Auflage, S. 52).

- (d) Soweit es um die Möglichkeit der Realisierung von Schadensersatzansprüchen gegen ehemalige leitende Mitarbeiter der Gesellschaft geht, verwies bei seiner Anhörung auf die geringe Wahrscheinlichkeit der Vollstreckbarkeit entsprechender Ansprüche, zumal es nach seinen Erkenntnissen auch keine (zahlungskräftige) D & O-Versicherung gibt. Demgemäß musste ein entsprechender Sonderwert nicht angesetzt werden.
- (e) Die nicht operativen Gesellschaften, die demzufolge auch nicht zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehören, erbrachten der Gesellschaft keine aus ihrer Liquidation zu erzielenden Werte. In der ergänzenden Stellungnahme der Abfindungsprüfer erfolgte nach Überprüfung der Unterlagen aus den Prüfungshandlungen die Mitteilung des bilanziellen Eigenkapitals dieser Gesellschaften, aus dem dann eine indikative Werteinschätzung vorgenommen wurde. Die insgesamt sechs Gesellschaften – Goldbach Belgien, Lindner Packman, Lindner Montage Holland, ENJV, Lindner Verwaltung Österreich und AL-Bau/Tschechien – wiesen in der Summe ein negatives bilanzielles Eigenkapital als Basis für eine überschlägige Wertermittlung im Rahmen einer Liquidation dieser Gesellschaften auf. Dann aber fanden sie zutreffenderweise in der Unternehmensbewertung keine Berücksichtigung.

Die Lindner Bavariastroy Bulgarien, IntLog Bulgarien, Lin-1 Bulgarien und Bistriza Park sind ebenso wie die Lindner Zagreb Kroatien neu gegründete Unternehmen oder Gesellschaften mit



so geringfügigen Geschäftsaktivitäten, dass deren Wertbeitrag bei einem Gesamtwert des Unternehmens von knapp € 130 Mio. vernachlässigt werden kann. Die Start up-Unternehmen waren dagegen mit so großen Unsicherheiten behaftet, dass daraus keine positiven Beiträge zum Unternehmenswert abgeleitet werden könnten.

Die im Geschäftsjahr 2004 neu gegründete Lindner Moskau ist demgegenüber in der Planung der Lindner AG abgebildet und fließt folglich über den Ertragswert in die Bewertung ein, darf dann aber nicht nochmals über das nicht betriebsnotwendige Vermögen Berücksichtigung finden. Dies gilt in gleicher Weise für Welsy S.p.r.l., Belgien und Lindner China, die eine positive Entwicklung genommen haben und im Rahmen der Planung berücksichtigt wurden.

- (f) Weitere Sonderwerte lassen sich nicht aus der Herabsetzung des Eigenkapitals bzw. der weiteren Auflösung von Kapital- und Gewinnrücklagen generieren. Auch derartige Maßnahmen können nur dann in die Unternehmensbewertung einfließen, wenn sie zum Stichtag der Hauptversammlung bereits in der Wurzel angelegt sind, wofür keinerlei Anhaltspunkte bestehen. Mögliche, aber noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind demnach nicht zu berücksichtigen, was auch für die Auflösung bestimmter Rücklagen oder Beschlüsse der Hauptversammlung zur Herabsetzung des Kapitals gelten muss.
- (g) Ein Sonderwert in Form der Marke „Lindner Holding KGaA“ konnte und durfte nicht in die Bewertung einfließen. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. LG



München I, Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Dasselbe gilt auch für die Patente der Gesellschaft, die ebenfalls dem betriebsnotwendigen Vermögen zugerechnet werden müssen, weil gerade durch den Einsatz von Patenten im operativen Geschäftsbereich Erträge der Gesellschaft generiert werden.

Der Barwert von € 2,212 Mio. ist zu dem Ertragswert von € 129,145 Mio. hinzuzuzählen, woraus sich dann ein Unternehmenswert der Lindner Holding KGaA von insgesamt € 131,357 Mio. ergibt. Bei 3.888.000 Aktien führt dies zu einem Wert je Aktie von € 33,79, der als angemessene Barabfindung festgesetzt werden muss.

- d. Die Anhörung des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers von der \_\_\_\_\_ sowie die durchgeführte Beweisaufnahme durch Einschaltung der Sachverständigen \_\_\_\_\_ haben zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt.

- (1) Die Angaben des Abfindungsprüfers in der mündlichen Verhandlung zu den zentralen Annahmen der Planung und zur Abgrenzung des betriebsnotwendigen vom nicht betriebsnotwendigen Vermögen können der Entscheidung zugrunde gelegt werden, ohne dass es hierzu der Einschaltung der gerichtlich bestellten Sachverständigen bedurft hätte.



- (a) Die Beauftragung der Sachverständigen mit einem umfassenden Gutachten zu den einzelnen erhobenen Rügen wird namentlich nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. BGHZ 180, 154, 168 = NZG 2009, 585, 589 = AG 2009, 441, 445 = ZIP 2009, 908, 913 = WM 2009, 896, 901 = DB 2009, 1004, 1008; OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 7455/13; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6).

Die Kammer hat keine Zweifel an der Richtigkeit der Ausführungen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers



Dieser hat bei seiner Anhörung überzeugend dargelegt, warum die von ihnen angesetzten Werte zur Ermittlung des Unternehmenswertes der Lindner Holding KGaA namentlich bei der Planung plausibel sind. An seiner Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel. Er hat sich insbesondere im Rahmen seiner Anhörung eingehend und ausführlich mit den von den Antragstellern vorgebrachten Rügen gegen die Angemessenheit der Barabfindung und deren Argumentation auseinandergesetzt. Ebenso hat sich der Abfindungsprüfer in der allen Beteiligten zur Verfügung gestellten ergänzenden Stellungnahme eingehend mit den noch offenen Fragen zur Entwicklung des Auftragsbestandes, des Zeitpunkts des Erwerbs der Schmidlin UK sowie der Raumtechnik Fellbach GmbH, den Verlustvorträgen und den Gründen für die unterbliebene Bewertung einzelner nicht operativer Auslandstöchter auseinandergesetzt. Zudem ist der Kammer aus einem anderen Spruchverfahren bekannt, dass sich gerade in seiner Eigenschaft als gerichtlich bestellter Prüfer nicht scheut, Planannahmen der Gesellschaft zu korrigieren, wenn diese nicht als plausibel angesehen werden können.

- (b) Der Verwertbarkeit der Ausführungen des Abfindungsprüfers lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbericht entspreche nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die § 327 c Abs. 2 AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die Berechnung des Schwellenwerts als wesentliche Voraussetzung des Squeeze out und vor allem auch die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-Drucks. 14/7034, S.



73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2006, 2506, 2508 = BB 2006, 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als ehemalige Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die aus Ausführungen in dem Prüfungsbericht zu dem vorgelegten Übertragungsbericht der Antragsgegnerin abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde.

- (2) Das Gericht hat auch keine Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen

Sie haben ihre Gutachten unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen erstellt und dabei ihre Erkenntnisse widerspruchsfrei und nachvollziehbar begründet. Bei der Würdigung ihrer Feststellungen in den schriftlichen Gutachten und ihrer Aussagen im Termin vom 10.7.2014 muss vor allem auch gesehen werden, dass sie bei ihrer Argumentation zu erforderlich gewordenen Anpassungen beim Kapitalisierungszinssatz weder der einen noch der anderen Seite vorbehaltlos in ihren jeweiligen Argumentationen und Schlussfolgerungen folgten. Gerade dieser Umstand erhellt, dass sie entsprechend ihrer Aufgabe das Gutachten neutral ohne Bevorzugung der einen oder anderen Seite erstattet haben. An der Fachkompetenz von \_\_\_\_\_ zur Beurteilung der ihnen gestellten Fragen hat die Kammer keinen Zweifel. Daher können ihre Feststellungen ebenso wie die von \_\_\_\_\_ zu den Planannahmen der Entscheidung zugrunde gelegt werden.





Die Kammer macht sie sich ebenso wie die Ausführungen des Abfindungsprüfers nach nochmaliger Überprüfung und Würdigung in vollem Umfang zu Eigen.

- (3) Weitere Maßnahmen zur Sachverhaltsaufklärung sind auch unter Berücksichtigung des Amtsermittlungsgrundsatzes des § 26 FamFG nicht veranlasst. Dabei kann weder eine Vorlage sämtlicher Unterlagen, die Grundlage der Bewertung waren – also vor allem auch Planungsunterlagen der Gesellschaft –, noch eine Vorlage der Arbeitspapiere des Abfindungsprüfers als erforderlich angesehen werden. Die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG sind nämlich nicht erfüllt. Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen.

- (a) Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 55 zu § 7). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 57 zu § 7). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.



- (b) Die Antragsgegnerin ist auch nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der die Antragsgegnerin bei der Erstellung des Berichts unterstützenden sowie der Abfindungsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin mit Blick vor allem auf – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8; Bunter/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 12 FGG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen – wie oben unter B. II. 1. d. (1) ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie desjenigen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere beru-



fen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 57 zu § 7 SpruchG; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 13 zu § 7 SpruchG). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

2. Eine weitergehende Korrektur der so ermittelten Barabfindung von € 33,79 je Aktie lässt sich nicht aus anderen Gründen ableiten.
  - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs; über ihn ergibt sich keine höhere Barabfindung als € 33,79 je Stückaktie. Im maßgeblichen Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht an die Kapitalmärkte lag er bei € 30,96 und damit deutlich unterhalb des Ertragswerts.
    - (1) Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. –



DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 5 und § 305 Rdn. 24 c; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.



Zur Begründung verweist der BGH zunächst darauf, die Bezugnahme in § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung bedeute nicht, dass für die Wertfeststellung zwingend auf diesen Stichtag abzustellen sei. Es müsse vielmehr unterschieden werden zwischen dem Zeitpunkt, auf den sich die Wertermittlung beziehen muss und dem Zeitpunkt oder Zeitraum, aus dem die Daten für die Wertermittlung gewonnen werden müssen. Auch bei der Ermittlung des quotalen Anteilswerts mit Hilfe fundamentalanalytischer Daten werden vielfach die Werte für den Zeitpunkt der Hauptversammlung aus vergangenen Daten auf den Tag der Hauptversammlung durch Aufzinsung hochgerechnet. Daher könne als Referenzzeitraum auch ein anderer Zeitraum als gerade der vor der Hauptversammlung gewählt werden, wenn dieser besser geeignet sei, den Börsenwert bei einer freien Deinvestitionsentscheidung abzubilden. Dabei ist nach der Auffassung des BGH der Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu bestimmen, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt hat. Der BGH begründet dies vor allem damit, dass der Börsenkurs im Zeitraum vor der Hauptversammlung regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und mit einer auf den Tag der Hauptversammlung abzielenden Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an – also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel während des Drei-Monats-Zeitraums liegt – nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert an; dabei werde dieser in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder auch schon in einem Anfechtungsverfahren häufig (leicht) überschritten. Der angebotene Preis wird in jedem Fall erreicht – ungewiss ist nach der zutreffenden Einschätzung des BGH lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder bereits im Anfechtungsprozess ein Auf-



schlag durchgesetzt werden kann. Angesichts der Regelung der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 AktG beginne eine Spekulation auf den Lästigkeitswert bereits mit der Bekanntgabe der Maßnahme. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegelt nach der Einschätzung des BGH der ermittelte Börsenkurs nicht mehr den Preis wider, den der Aktionär ohne die entschädigungspflichtige Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bilde, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne. Die Entwicklung eines höheren Börsenkurses habe ihre Ursache dann in der durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, allerdings nicht in Kursmanipulationen seitens einzelner Minderheitsaktionäre. Diese Nachfrage hat danach indes nichts mit dem Verkehrswert der Aktie zu tun, mit dem der Aktionär für den Verlust des Aktieneigentums so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Zudem argumentiert der BGH, Informationspflichten insbesondere nach § 15 WpHG wirken einer verzögerten Bekanntgabe und einer verdeckten Abfindungswertspekulation entgegen. Auch stimme dieser Zeitpunkt mit der Einschätzung des Verordnungsgebers in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO überein, wonach ein Referenzzeitraum vor Bekanntgabe des zur Abfindung führenden Vorgangs den Börsenkurs richtig abbilde. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO legt dabei einen Referenzzeitraum vor Bekanntwerden der Kontrollerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zugrunde, nicht aber den Zeitraum zwischen Kontrollerlangung und Bekanntgabe der Höhe des Pflichtangebots.

Die Orientierung des Referenzzeitraums am Tag der Bekanntmachung trage auch dem Umstand Rechnung, dass der Abfindungsvorschlag nach §§ 327 c Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Satz 1, Absatz 3 Nr. 4, 327



b Abs. 3, 327 d AktG vor der Hauptversammlung bekannt zu geben ist. Der Wert, der sich bei einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Beschluss der Hauptversammlung errechnet, ist zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Einberufung weder bekannt noch vorhersehbar; dagegen könne der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs für drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme bis zur Mitteilung des Abfindungsangebotes ermittelt und bei der Entscheidung über die Höhe des Abfindungsangebots berücksichtigt werden. Weiterhin weist der BGH darauf hin, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt des Verlangens nach §§ 327 a ff. AktG frei bestimmen könne und der Schutz der Minderheitsaktionäre vor Manipulationen durch den Hauptaktionär dadurch erreicht werde, dass die Barabfindung niemals geringer sein könne als der Anteil der Minderheitsaktionäre am Unternehmenswert.

Die Kammer folgt nunmehr dieser geänderten höchstrichterlichen Rechtsprechung im Gegensatz zu ihrer früher vertretenen Auffassung (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.6.2011, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 14.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08). Daher kommen Börsenkurse zu anderen Zeitpunkten, insbesondere auch nach dem maßgeblichen Zeitpunkt der Bekanntgabe nicht in Betracht.

- (2) Angesichts dessen kommt es auch nicht mehr entscheidungserheblich darauf an, ob eine Marktengge, die die Berücksichtigung des Börsenkurses ausschließen würde, vorlag oder nicht. Denn selbst dann, wenn eine Marktengge zu verneinen sein sollte, wofür durchaus sehr beachtliche Gründe sprechen, und daher der Börsenkurs maßgeblich wäre, liegt er unterhalb des ermittelten Ertragswertes. Ein oberhalb des durchschnittlichen gewichteten Börsenkurses liegender Ertragswert muss in jedem Fall maßgeblich sein, weil nur auf diese Art und Weise dem Gebot einer vollen Entschädigung Rechnung getragen



werden kann, wie es von Artikel 14 Abs. 1 GG gefordert wird. Ein ausschließliches Abstellen auf den Börsenkurs würde diesem verfassungsrechtlichen Postulat nicht gerecht werden (vgl. hierzu BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 675 f. = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685; a.A. für eine Beschränkung auf den Börsenkurs vor allem Stilz in: Festschrift Goette, 2011, S. 529 ff.).

- b. Auch der vom Antragssteller zu 6) gezogene Vergleich zur Schadenskompensation nach § 249 ff. BGB beim Totalschaden eines Kfz ist nicht geeignet, eine höhere Barabfindung zu begründen, weil die Abfindung beim Squeeze out hiermit nicht zu vergleichen ist. Die hier in der Rechtsprechung anerkannte Grenze von 30 % für einen Zuschlag hat ihre Grundlage in § 251 Abs. 2 Satz 1 BGB, wonach der Ersatzpflichtige den Gläubiger in Geld entschädigen kann, wenn die Herstellung nur mit unverhältnismäßigen Aufwendungen möglich ist (vgl. Palandt-Grüneberg, BGB, 72. Aufl., Rdn. 6 zu § 251). Damit nicht zu vergleichen ist die Höhe der Barabfindung nach § 327 b Abs. 1 AktG, weil es sich dabei gerade nicht um eine Sondervorschrift des Schadensersatzrechtes wie § 251 Abs. 2 BGB handelt. Vielmehr handelt es sich bei den Regelungen in § 327 a ff. BGB um eine Inhalts- und Schrankenbestimmung im Sinne des Art. 14 Abs. 1 Satz 2 GG, bei der eine Überkompensation nicht angenommen werden kann, zu der der Vergleich mit dem Kfz-Schadensrecht führen würde. Ein Aktionär kann nur den Wert seines Anteils ersetzt verlangen, der hier vom Hauptaktionär auf der Basis des mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswerts festgelegt wurde, was aus den oben aufgeführten Gründen nicht zu beanstanden ist (so bereits LG München I, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).
3. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.





- a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 31.3.2010 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 52), war die Verzinsung ab dem 1.4.2010 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1331 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 52). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.
- b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

### III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG a.F., der aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet, weil das Verfahren vor dem Inkrafttreten der Änderung von § 15 SpruchG durch das Zweite



Gesetz zur Modernisierung des Kostenrechts (2. Kostenrechtsmodernisierungsgesetz) vom 29.7.2013, BGBl. I S. 2586 eingeleitet wurde. Da die Abfindung erhöht wurde, besteht für eine vom Grundsatz abweichende Festlegung des Kostenausspruchs kein Raum.

Dies gilt auch in Bezug auf die Antragsteller zu 63) und zu 64), die ihren Antrag aus dem Schriftsatz vom 30.06.2010 zurückgenommen haben. Eine anderweitige Kostenverteilung wäre nur bei einem offensichtlich unzulässigen Antrag gerechtfertigt gewesen. Von einer derartigen Situation kann vorliegend indes nicht ausgegangen werden, nachdem der Schriftsatz zutreffend an das Landgericht München I adressiert war, jedoch infolge einer offensichtlich aufgrund eines Versehens fehlerhaft angegebenen Telefaxnummer an das in erster Instanz unzuständige Oberlandesgericht München übermittelt wurde. Nachdem es bei den Telefaxanschlüssen mit den im Antrag genannten Faxnummern sich nicht um einen gemeinsamen Telefaxanschluss der Justizbehörden München handelt, sondern ausschließlich um einen solchen des Oberlandesgerichts München, war der Antrag zwar verfristet beim Landgericht München I erst am 01.07.2014 eingegangen. Von einem offensichtlich unzulässigen Antrag kann angesichts der Situation mit den Telefaxnummern und der zutreffenden Adressierung nicht ausgegangen werden, da ein einheitlicher Faxanschluss der Münchner Justizbehörden im Sinne einer allgemeinen Einlaufstelle nicht von vornherein ausgeschlossen werden kann..

- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Grundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG a.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Wenn es – wie hier – zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlen-



den Angemessenheit ein erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung des Ausgleichs führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Häbersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).

Infolge der Antragsrücknahme der Antragsteller zu 63) und 64) kann sich der Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsgegnerin jedoch nicht auf diese Antragsteller beziehen. Andererseits sind die Antragsteller zu 63) und zu 64) auch nicht anteilig zur Kostenerstattung an die Antragsgegnerin verpflichtet. Für eine Auferlegung eines Teils der außergerichtlichen Kosten auf die Antragsteller, die ihre Anträge zurückgenommen haben, besteht trotz der Antragsrücknahme keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 4 SpruchG eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert resultiert aus § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG a.F., der ebenfalls aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2, Abs. 1 GNotKG noch Anwendung findet. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich auf € 5,27 je Akte. Multipliziert mit der Zahl der vom Squeeze out betroffenen 148.685 Aktien resultiert daraus ein Geschäftswert von € 783.569,95.



Dieser Gesamtwert bildet auch die Grundlage für die gesondert zu erfolgende Berechnung der von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldeten Vergütung der gemeinsamen Vertreterin.

### **Rechtsbehelfsbelehrung:**

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

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

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