



# Landgericht Berlin

## Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 228/07 AktG

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren  
betreffend Abfindung und Ausgleich nach den §§ 304, 305 AktG  
für die außenstehenden Aktionäre der MME Moviement AG

Beteiligte:

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin am 22.11.2011 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und beschlossen:

1. Der gegen die MME Moviement AG gerichtete Antrag des Antragstellers zu 13) wird als unzulässig zurückgewiesen.
2. Die den Minderheitsaktionären aus dem am 13. August 2007 abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach § 305 AktG zustehende Barabfindung wird auf 8,63 € je Stückaktie festgesetzt.
3. Der den Minderheitsaktionären aus dem am 13. August 2007 abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach § 304 AktG zustehende Ausgleich wird auf 0,69 € brutto je Stückaktie festgesetzt, entsprechend einem Nettobetrag von 0,58 € zuzüglich Solidaritätszuschlag und Körperschaftsteuer.
4. Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens zu tragen einschließlich derjenigen Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren.
5. Die Entscheidung über den Geschäftswert bleibt einer gesonderten Beschlussfassung vorbehalten.

Gründe:

I.

Das vorliegende Spruchverfahren betrifft die Festsetzung des den Minderheitsaktionären der MME Moviement Aktiengesellschaft aus Anlass des auf der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 25. September 2007 beschlossenen Abschlusses eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit \_\_\_\_\_ (im Folgenden als Antragsgegnerin bezeichnet) zu gewährenden Ausgleichs nach § 304 AktG sowie die Höhe der angemessenen Barabfindung gemäß § 305 AktG.

Bei der MME Moviement AG handelt es sich um eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin. Ihr Grundkapital von 11.180.909,00 EUR ist eingeteilt in 11.180.909 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien. Laut ihrer Satzung bestand der Gegenstand der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung in der Herstellung, dem Vertrieb und der Verwertung von Fernseh-, Film-, Musik- und Multimediaproduktionen über alle Print- und elektronischen Medien, die Vermarktung von Künstlern und Merchandisingprodukten sowie der Erwerb und das Halten und Verwalten von Beteiligungen an anderen Unternehmen im In- und Ausland.

Die Gesellschaft wurde im Jahr 1991 als ME MYSELF & EYE Film- und Fernsehproduktionsgesellschaft mbH in München gegründet. Sie entwickelte sich in der Folgezeit zu einem der führenden deutschen Unternehmen auf dem Gebiet der Entwicklung und Produktion von Unterhaltungs- und Showformaten für das Fernsehen. Im November 2000 erfolgte die Umwandlung in eine Aktiengesellschaft mit gleichzeitigem Börsengang. Im Jahr 2004 erwarb die Gesellschaft die moviement GmbH und begann mit einer Umstrukturierung, in deren Folge die MME Moviement AG die Funktion einer Holding übernahm, während das operative Geschäft auf die MME Me, Myself & Eye GmbH übertragen wurde. In den Jahren 2005 und 2006 fanden weitere Akquisitionen statt. So wurden die Produktionsgesellschaften white balance GmbH und time2talk Entertainment GmbH vollständig sowie die Lunet Entertainment GmbH zu 51 Prozent übernommen.

Die Geschäftstätigkeit des MME-Konzerns konzentriert sich auf so genannte Auftragsproduktionen für Fernsehsender. Hierbei werden Formatkonzepte entweder mit dem Sender gemeinsam entwickelt oder von diesem vorgelegt und anschließend von der Gesellschaft zu einem vereinbarten Festpreis produziert, wobei die Finanzierung durch den Sender erfolgt. Grundlage für die Preisvereinbarung sind die kalkulierten Produktionskosten zuzüglich eines Kostenaufschlags als Roh-

marge. Der MME-Konzern trägt bei dieser Art der Vertragsgestaltung als Produzent das Risiko der Kostenüberschreitung, während das Vermarktungsrisiko beim auftraggebenden Sender liegt.

Die Produktion der einzelnen Programme, die ausschließlich der Sparte Unterhaltung angehören, findet im Rahmen der von MME verfolgten Mehr-Marken-Strategie weiterhin dezentral durch die Tochtergesellschaften statt. Den Schwerpunkt im Programmportfolio des MME-Konzerns bilden serielle Formate. Abnehmer der Programme sind alle großen Fernsehsender Deutschlands, wobei per Stichtag September 2007 die größten Umsätze mit Produktionen für RTL (33 %) und SAT 1 (25 %) erzielt wurden.

Die Antragsgegnerin ist eine als Vorratsgesellschaft gegründete Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit Sitz in München, deren alleinige Gesellschafterin die in London ansässige englische [redacted] ist. An dieser Gesellschaft englischen Rechts ist als einzige Gesellschafterin wiederum [redacted] beteiligt, bei der es sich um eine der führenden unabhängigen englischen TV- und Filmproduktionsgesellschaften handelt. Muttergesellschaft des [redacted] ist [redacted] die zu 51 % von verschiedenen Fonds-Gesellschaften der [redacted] gehalten wird.

Am 27. Februar 2007 schloss die Antragsgegnerin mit einer Reihe von Aktionären einen Vertrag über den Erwerb von 4.396.198 Aktien, entsprechend 39 % des Grundkapitals der MME Movie-ment AG. Im Anschluss hieran veröffentlichte sie am 29. März 2007 ein öffentliches Übernahmeangebot, in dem sie den Erwerb von Stückaktien der MME Moviemment AG zu einem Kaufpreis von 7,00 € anbot. Bis zum Ablauf der Annahmefrist am 27. April 2007 wurde dieses Angebot für insgesamt 4.802.288 Aktien angenommen, was einem Anteil von 42,95 % am Grundkapital entsprach.

Die ordentliche Hauptversammlung vom 28. Juni 2007 beschloss die Umstellung des Geschäftsjahres der Gesellschaft auf den Zeitraum vom 1. September bis 31. August, so dass für das Jahr 2007 ein Rumpfgeschäftsjahr vom 1. Januar bis zum 31. August 2007 verblieb.

Am 13. August 2007 schloss die Gesellschaft mit der Antragsgegnerin einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ab, mit dem sich die MME Moviemment AG ab diesem Zeitpunkt der Leitung der Antragsgegnerin unterstellte und sich zur Abführung ihres gesamten Gewinns an diese verpflichtete. In § 5.1 garantierte die Antragsgegnerin den außenstehenden Aktionären für die Dauer des Vertrages eine jährliche Ausgleichszahlung von 0,51 € brutto für jede Stückaktie der MME Moviemment AG. Ferner verpflichtete sie sich in § 5.2, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Gesellschaft dessen Aktien gegen Zahlung einer Barabfindung in Höhe von 7,00 € je Stückaktie zu erwerben.

Im Zuge der Vorbereitung dieses Vertragsschlusses hatten der Vorstand der MME Moviemment AG sowie die Geschäftsführung der Antragsgegnerin am 10. beziehungsweise 18. Mai 2007 mit der Ermittlung des Unternehmenswerts der Gesellschaft und darauf aufbauend der Höhe der angemessenen Barabfindung nach § 305 AktG und des angemessenen Ausgleichs nach § 304 AktG beauftragt. Diese gelangte in ihrer gutachtlichen Stellungnahme vom 10. August 2007 zu dem Ergebnis, dass der Ertragswert je Aktie der MME Moviemment AG zum voraussichtlichen Stichtag bei einem Unternehmenswert von 55,4 Mio. € bezogen auf die Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien 4,96 € beträgt. Auf der Basis dieses Unternehmenswerts ermittelte sie die im Vertrag festgesetzte Ausgleichszahlung von 0,51 € brutto. Da der für einen am 3. Mai 2007 endenden 3-Monatszeitraum ermittelte durchschnittliche Börsenkurs der MME Moviemment AG bei 6,68 € lag, erhöhte die Antragsgegnerin die Abfindung auf den bereits zuvor freiwillig angebotenen Betrag von 7,00 € je Stückaktie.

Die auf den gemeinsamen Antrag der Moviemment AG und der Antragsgegnerin mit Beschluss der Kammer vom 22. Mai 2007 bestellte Vertragsprüferin (im Folgenden als bezeichnet) bestätigte in ihrem Bericht vom 13. August 2007 die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich. Sie führt hierzu zusammenfassend aus:

*„Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen ein garantierter Ausgleich für die außenstehenden Aktionäre der MME MOVIEMENT AG in Höhe von 0,43 EUR je Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr angemessen. Die Regelung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags, nach der sich der garantierte Gewinnanteil aus einem festen Bruttobetrag von 0,51 EUR, abzüglich eines Betrags für von der MME MOVIEMENT AG zu entrichtenden Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Satz ergibt, beurteilen wir als angemessen im Hinblick auf die BGH-Entscheidung II ZB 17/01 vom 21.07.2003.*

*Nach unseren Feststellungen ist aus den dargelegten Gründen die vorgesehene Abfindung, nach der die außenstehenden Aktionäre der MME MOVIEMENT AG je Stückaktie ihrer Gesellschaft eine Abfindung in Höhe von 7,00 EUR erhalten, angemessen.“*

Eine außerordentliche Hauptversammlung der MME Moviemment AG, welcher der Vertragsbericht der Antragsgegnerin mit den Stellungnahmen von und vorlag, stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 25. September 2007 zu.

Die Antragsteller beantragen,

Barabfindung und Ausgleich höher festzusetzen.

Die Antragsteller sind der Auffassung, dass sowohl die festgesetzte Barabfindung wie auch der vertraglich garantierte Ausgleich zu niedrig bemessen sind:

Sie sind zum Teil der Auffassung, die der Berechnung von Abfindung und Ausgleich zugrunde liegende Planung sei zu pessimistisch. Dies ergebe sich unter anderem aus dem fehlenden Vermarktungsrisiko der MME Moviement AG als Auftragsproduzentin, dem steigenden Fernsehkonsum sowie der zunehmenden Auslagerung von Produktionen bei den öffentlich-rechtlichen Anstalten. Die von der Antragsgegnerin hervorgehobene Einstellung bestimmter Formate könne sich lediglich auf das Rumpfgeschäftsjahr 2007 auswirken. Daneben sei zu berücksichtigen, dass sich der Umsatz der Gesellschaft zwischen 2003 und 2006 mehr als verfünffacht habe, wobei das Betriebsergebnis des Geschäftsjahres 2005/2006 nach der Planung erst 2009/2010 wieder erreicht werden solle. In diesem Zusammenhang behaupten die Antragsteller zu 27) und 28), der Vorstand der Gesellschaft habe am 12. April 2007 angegeben, ab 2007 könne durch die Zugehörigkeit zur mit erheblichen Umsatzsteigerungen gerechnet werden. Der Vertreter der außenstehenden Aktionäre macht geltend, die Planung sei insgesamt intransparent, da die Einzelplanungen der operativ tätigen Tochtergesellschaften nicht vorgelegt worden seien und aus diesem Grunde keine Beurteilung deren wirtschaftlicher Situation möglich sei.

Nach Ansicht der Antragsteller bedürften auch weitere Bestandteile der Planung einer Korrektur. So seien das negative sonstige Ergebnis und das Finanzergebnis unplausibel, letzteres wegen der erheblichen Zinsdifferenz zwischen den Bankguthaben und den Kontokorrentverbindlichkeiten der Gesellschaft. Auch sei die angenommene Steigerung der Materialaufwandsquote im Verhältnis zum Umsatz nicht nachvollziehbar.

Schließlich kritisieren die Antragsteller neben der fehlenden Zurechnung der Thesaurierungsbeiträge in der Detailplanungsphase auch die angenommene Ausschüttungsquote der Gesellschaft. Während die Antragsteller zu 21) und 22) meinen, diese sei im steuerlichen Interesse der Minderheitsaktionäre zu reduzieren, hält der Vertreter der außenstehenden Aktionäre angesichts der Niedrigzinsphase eine Vollausschüttung für erforderlich. Demgegenüber fordert der Antragsteller zu 30), die Gesellschaft müsse zur Wertsteigerung Aktienrückkäufe vornehmen.

Die Antragsteller wenden sich insgesamt gegen die im Vertragsbericht verwendeten Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes:

Der Basiszinssatz sei mit 4,75 % zu hoch bemessen. Den seiner Ansicht nach zutreffenden Wert sieht der Antragsteller zu 14) unter Betrachtung der Verzinsung 10-jähriger Bundesanleihen bei 3,5 %, während die Antragsteller zu 24) bis 26) unter Anwendung desselben Maßstabes zu einem Zinssatz von 4,25 % gelangen. Die Antragsteller zu 21) und 22) wollen aus der Verzinsung 10- und 20-jähriger Bundesanleihen einen Mischzins bilden und sehen diesen bei 4,664 %. Demgegenüber behaupten die Antragsteller zu 31) und 32), nach der Svensson-Methode ergebe sich ein Stichtagszins per 25. September 2007 von 3,84 %, welcher vorliegend in Ansatz zu bringen sei.

Auch hinsichtlich der Höhe der Marktrisikoprämie sind sich die Antragsteller lediglich darin einig, dass der von            verwendete Wert von 5,5 % zu hoch sei. Der Antragsteller zu 38) meint hierzu, dieser Wert sei zu stark an der Vergangenheit orientiert. Im Einzelnen sind einige Antragsteller unter Hinweis auf eine ältere Entscheidung des OLG Celle der Auffassung, der Ansatz eines Risikozuschlages sei grundsätzlich in Frage zu stellen, da sich Chancen und Risiken ausgleichen. Zudem würden Risiken doppelt berücksichtigt. Demgegenüber meinen die Antragsteller zu 18) bis 19), ein Ansatz in Höhe von 1,5 % bis 2 % sei vertretbar, während die Antragsteller zu 31) und 32) „allenfalls 2 %“ für gerechtfertigt erachten. Der Antragsteller zu 13) meint wiederum, eine Marktrisikoprämie von maximal 3 % sei vertretbar.

Im Hinblick auf den Betafaktor kritisieren die Antragsteller die Heranziehung einer Peer Group sowie deren konkrete Zusammensetzung. Der Betafaktor der Peer Group sei auch unzutreffend bestimmt, da im DAX eine gegenteilige Marktbewegung festzustellen gewesen sei. Vorrangig sei jedoch der eigene Betafaktor der MME Moviement AG zu verwenden, der angesichts des vorhandenen Handelsvolumens auch hinreichend aussagekräftig sei. Der Antragsgegnerin sei es in diesem Zusammenhang jedenfalls verwehrt, sich auf eine Marktengte zu berufen, da sie den Markt selbst „ausgetrocknet“ habe. Die zutreffende Höhe des Betafaktors der MME Moviement AG sehen die Antragsteller zwischen 0,1 (Antragsteller zu 14)) und „deutlich unter 1“ bei 0,75 (Antragsteller zu 31) und 32) sowie Vertreter der außenstehenden Aktionäre).

Der von            mit 1 % angenommene Wachstumsabschlag wird von den Antragstellern als zu niedrig kritisiert. Dieser müsse wegen des von            selbst bei 1,6 % verorteten Wachstums des gesamten Fernsehmarktes mindestens in derselben Höhe in Ansatz gebracht werden, meinen die (Antragsteller zu 21) und 22) sowie 29). Andere Antragsteller halten die zu erwartende Inflationsrate von mindestens 2 % für den zutreffenden Maßstab bei der Bestimmung des Wachstumsabschlages, während der Antragsteller zu 14) wegen des seiner Ansicht zu kurzen Detailplanungszeitraums einen Abschlag von 4 % für angemessen hält.

Die Antragsteller zu 15) bis 17) sowie 31) und 32) lehnen die Anwendung des CAPM-Modells aus grundsätzlichen Erwägungen heraus ab. Auch der Vertreter der außenstehenden Aktionäre weist darauf hin, dass das TAX-CAPM-Modell umstritten sei.

Einige Antragsteller sehen das nicht betriebsnotwendige Vermögen nicht ausreichend berücksichtigt. Sie meinen, dass ein Teil der sich aus den Jahresabschlüssen ergebenden Kapitalrücklage von 7,7 Mio. € aufgelöst werden könne. Auch die Nutzung steuerlicher Verlustvorträge stellt einen Sonderwert dar.

Die meisten Antragsteller kritisierten weiter die Ermittlung des als Untergrenze der Abfindung maßgeblichen Börsenkurses, da die Antragsgegnerin einen unzutreffenden Referenzzeitraum gewählt habe. Heranzuziehen sei der Durchschnittskurs aus einem Dreimonatszeitraum, der mit dem Tag der beschlussfassenden Hauptversammlung ende.

Die Antragsteller zu 24) bis 26) machen zudem geltend, es hätten sowohl der Substanz- als auch der Liquidationswert der MME Moviement AG ermittelt werden müssen.

Hinsichtlich des vertraglich festgesetzten Ausgleichs wird kritisiert, dass bei dessen Berechnung von der Prämisse der Vollausschüttung auszugehen sei, während lediglich den Unternehmenswert verrentet habe. Darüber hinaus sei der volle Kapitalisierungszinssatz zu verwenden, da das Risiko der „Auspowerung“ der Gesellschaft nicht unberücksichtigt bleiben könne. Auch werde die Anlage im Insolvenzfall des Hauptaktionärs wertlos.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt die im Vertragsbericht enthaltene Unternehmensbewertung als zutreffend, jedenfalls aber sei sie vertretbar, worauf es entscheidend ankomme.

Die Planung sei nicht zu konservativ, da das Geschäftsumfeld allenfalls als stagnierend zu bezeichnen sei. Insbesondere bei Pro7/Sat 1 sei durch den Kostendruck seitens der Eigentümer künftig mit Einsparungen zu rechnen. Darüber hinaus habe die Sendergruppe zum Stichtag angekündigt, mit einer eigenen Tochtergesellschaft in die Produktion von Unterhaltungsformaten einzusteigen. Der in der Planung enthaltene Umsatzrückgang sei durch den Verlust von ertragsstarken seriellen Formaten bedingt, der nicht habe kompensiert werden können. Im Rumpfgeschäftsjahr 2007/2008 sei es zur Einstellung weiterer Serien gekommen, deren Fortsetzung im Zeitpunkt

der Erstellung des Bewertungsgutachtens noch geplant gewesen sei. Vor diesem Hintergrund zeige die tatsächliche Entwicklung, dass die Planung zu optimistisch gewesen sei, da der EBITDA für das Geschäftsjahr 2007/2008 um 35,6 % unter den Planungsprämissen gelegen habe. Das Niveau der Jahre 2005 und 2006, in denen das beste Ergebnis erzielt worden sei, könne weder kurzfristig noch nachhaltig erneut erreicht werden.

Die Kritik an der Planungssystematik sei nicht gerechtfertigt. Bedingt durch das Geschäftsmodell der Gesellschaft sei die Aufstellung von langfristigen Planungsrechnungen grundsätzlich nicht möglich, da zu Beginn eines Geschäftsjahres regelmäßig höchstens 50 % des Auftragsvolumens vertraglich abgesichert seien.

Der vorgesehene Anstieg der Materialaufwandsquote ergebe sich aus der im Jahr 2007 eingeleiteten Verschiebung der Auftragslage zu entsprechend aufwändigeren Einzelproduktionen. Der von den Antragstellern gerügte Anstieg der Konzernsteuerquote resultiere aus dem Verbrauch von im Bewertungsstichtag noch vorhandenen Verlustvorträgen. Im Gegensatz zu den Behauptungen einzelner Antragsteller seien die Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform ab dem Planjahr 2007/2008 berücksichtigt worden.

Eine genaue Quantifizierung der Synergien sei nicht möglich, da mit der bereits vor dem Wirksamwerden des geschlossenen Unternehmensvertrages ein faktischer Konzern bestanden habe.

Die Ermittlung der einzelnen Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes sei durch sachgerecht und in der Sache zutreffend erfolgt. Soweit im Vertragsbericht von einem Basiszinssatz von 4,8 % die Rede sei, handele es sich um eine vereinfachte Darstellung, da sämtliche Berechnungen mit einem Zinssatz von 4,75 % erfolgt seien. Der eigene Betafaktor der MME Moviement AG könne nicht herangezogen werden, da eine statistische Aussagekraft nur für den Zeitraum vom 23. Juli 2004 bis 22. Juli 2005 festgestellt werden könne. Das für den gesamten Fernsehmarkt prognostizierte Wachstum von 1,6 % könne wegen der Preissetzungsmacht der Fernsehsender nicht auf die Produktionsunternehmen übertragen werden. Auch die künftige Inflationsrate sei nicht maßgeblich, da die Unternehmensgewinne in der Vergangenheit lediglich um 45 % der Teuerungsrate angestiegen seien. Zudem bilde bereits die in der Planung vorgesehene Thesaurierung einen wesentlichen Teil des zukünftigen Wachstums ab.

Eine unzureichende Berücksichtigung nicht betriebsnotwendigen Vermögens habe es nicht gegeben, da die per 31. Dezember 2006 vorhandene Liquidität in vollem Umfang zur Rückführung von Bankverbindlichkeiten benötigt worden sei. In diesem Zusammenhang erkläre sich auch die in der

Planung angenommenen fehlenden Ausschüttungen für die Geschäftsjahre 2007/2008 und 2008/2009, da in Darlehnsvereinbarungen der Gesellschaft entsprechende Ausschüttungsrestriktionen vereinbart seien.

Die Antragsgegnerin mein, auch der Ausgleichsanspruch sei zutreffend berechnet. Eine „Auspowerung“ während der Vertragslaufzeit sei ebenso wenig zu berücksichtigen wie der Börsenkurs der Gesellschaft.

Die Kammer hat am 23. Juni 2009 beschlossen, die Berechnung der Höhe der den Minderheitsaktionären nach Maßgabe des Beschlusses der Hauptversammlung zugebilligten Abfindung sowie des gewährten Ausgleichs durch den Sachverständigen überprüfen zu lassen. Wegen des Inhalts des Beweisbeschlusses und der darin enthaltenen Vorgaben für den Sachverständigen wird auf den Wortlaut des vorangegangenen Beschlusses vom 7. April 2009, Bd. XXX, Bl. 144 ff. d.A., verwiesen. Der Sachverständige legte ein Gutachten mit Datum vom 10. Dezember 2010 vor, welches zu einem auf den bezogenen Unternehmenswert der MME Moviemment AG von 92,339 Mio. € und einer darauf basierenden angemessenen Barabfindung in Höhe von 8,26 € je Stückaktie sowie einem angemessene Ausgleich in Höhe von 0,67 € brutto und 0,57 € netto je Stückaktie gelangte. Aufgrund von Einwendungen der Antragsteller und der Antragsgegnerin gegen dieses Ergebnis legte der Gutachter im Auftrag der Kammer eine ergänzende Stellungnahmen vom 8. Juli 2011 vor (Anlage zu Bd. VIII d.A.), auf die wegen der Einzelheiten verwiesen wird. Darüber hinaus wird auf die Sitzungsniederschrift vom 10. März 2009, Bd. XXX Bl. 118 ff. d.A. Bezug genommen.

II.

### **A. Zulässigkeit der Anträge**

1. Der Antrag des Antragstellers zu 13) war zurückzuweisen, soweit er sich ausdrücklich auch gegen die MME Moviemment AG als Antragsgegnerin richtet. Nach § 5 Nr. 1 SpruchG ist der Antrag auf gerichtliche Entscheidung im Fall des § 1 Nr. 1 SpruchG, der Bestimmung des Ausgleichs für außenstehende Aktionäre und der Abfindung solcher Aktionäre bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen (§§ 304 und 305 des Aktiengesetzes) ausschließlich gegen den anderen Vertragsteil des Unternehmensvertrages zu richten.

2. Weitere Zulässigkeitsrügen hat die Antragsgegnerin nicht erhoben. Im Zeitpunkt der Beschlussfassung durch die Kammer hatten sämtliche Antragstellerin in hinreichender Form nach-

gewiesen, dass sie bei Eingang ihrer Anträge bei Gericht Anteilsinhaber der MME Moviement AG waren, § 3 Abs. 2 SpruchG.

## **B. Begründetheit der Anträge**

Die gegen die Antragsgegnerin gerichteten Anträge haben in dem aus dem Beschlusstenor ersichtlichen Umfang Erfolg. Insoweit waren die den Antragstellern gewährte Barabfindung sowie der den in der Gesellschaft verbliebenen Minderheitsaktionären zustehende Ausgleich zu erhöhen.

### **1. Verfahrensrügen**

a) Die von der Antragstellern zu 27) und 28) erhobene Verfahrensrüge im Hinblick auf die von ihnen behauptete fehlende Neutralität der Prüfung durch die gerichtlich bestellte Vertragsprüferin ging fehl.

Eine fehlerhafte Auswahlentscheidung der Kammer lag insoweit nicht vor, auch wenn die Bestellung von \_\_\_\_\_ einem Vorschlag der Antragsgegnerin entsprach. Konkrete Auswahlkriterien für das Gericht bei der Prüferbestellung sind in der maßgeblichen gesetzlichen Vorschrift des § 293c AktG nicht geregelt. Vorgeschrieben ist lediglich die Bestellung eines Wirtschaftsprüfers beziehungsweise einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, wobei die Ausschlussstatbestände des § 319 Abs. 2 und 3 HGB zu beachten sind. Eine Verletzung dieser Bestimmungen durch die Bestellung von \_\_\_\_\_ ist durch die Antragsteller zu 27) und 28) aber nicht geltend gemacht worden. Insbesondere war auch nicht ersichtlich, dass der bestellte Prüfer in der Vergangenheit im Auftrag der MME Moviement AG oder der Antragsgegnerin tätig geworden ist und aus diesem Grunde als voreingenommen zu gelten hätte.

Lediglich der Umstand, dass die Kammer dem Vorschlag der Antragsgegnerin gefolgt ist und die von dieser benannte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bestellt hat, stand einer wirksamen Auswahl und Bestellung nicht entgegen. Dem Hauptaktionär ist nämlich durchaus das Recht zuzugestehen, gemeinsam mit dem Antrag auf Bestellung eines Barabfindungsprüfers dem Gericht einen Vorschlag für dessen Auswahl zu unterbreiten. In der Folge ist es auch unbedenklich, wenn das Gericht diesem Vorschlag folgt (so auch OLG Hamburg, ZIP 2004, 2288, 2289). Aus einem solchen Vorgehen des Gerichts kann nicht der Schluss gezogen werden, dass eine gebotene Auswahlentscheidung nicht stattgefunden hat. Eine solche bezieht nämlich auch andere Prüfer mit ein, die vom Antragsteller nicht benannt wurden, vom Gericht aber dennoch bestellt werden können. Etwas anderes gilt nur dann, wenn sich das Gericht unzutreffender Weise an den Vorschlag des

Hauptaktionärs gebunden gefühlt hat, was die Antragstellern zu 27) und 28) aber weder behaupten oder dargetan haben.

b) Die von der Antragstellerin zu 14), 20) und 35) kritisierte so genannte Parallelprüfung führt grundsätzlich nicht zu einer Entwertung des Prüfungsgutachtens von \_\_\_\_\_ in dem Sinne, dass es als nicht erstattet anzusehen wäre. Zwar ist im vorliegenden Fall angesichts des Umstandes, dass das Gutachten von \_\_\_\_\_ lediglich drei Tage nach demjenigen von \_\_\_\_\_ fertiggestellt worden ist, ohne Weiteres davon auszugehen, dass eine parallele Tätigkeit der genannten Gesellschaften stattgefunden hat. Allerdings hat der Bundesgerichtshof in einer Grundsatzentscheidung aus dem Jahr 2006 festgestellt, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit seien erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitentscheidungen erstrecke (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544). Eine solche Tätigkeit der Prüferin war aber ebenso wenig ersichtlich wie eine unzulässige Einflussnahme der hiesigen Antragsgegnerin auf deren Tätigkeit.

Unzutreffend war auch die Kritik der Antragsteller zu 14) und 20), dass \_\_\_\_\_ lediglich eine, nach ihrer Auffassung grundsätzlich nicht ausreichende, Plausibilisierung der Unternehmensplanung und der Prüfergebnisse von \_\_\_\_\_ vorgenommen habe. Zum einen führt die Prüferin in ihrem Gutachten vom 13. August 2007 aus, dass sie durchaus eigenständige Prüfungshandlungen vorgenommen hat, etwa im Rahmen von Gesprächen mit Vertretern der MME Movement AG und den von dieser beauftragten Bewertungsgütachterin. Zum anderen bestimmt die für die Frage des erforderlichen Umfangs der Prüfung maßgebliche Regelung des § 293e Abs. 1 AktG lediglich, dass über das Ergebnis der Prüfung schriftlich zu berichten und dabei anzugeben ist, ob der vorgeschlagene Ausgleich oder die vorgeschlagene Abfindung angemessen sind. Einer näheren Begründung bedarf es lediglich hinsichtlich der Angemessenheit der angewandten Methode. Aus diesem Umstand folgert die überwiegende Meinung, dass der Vertragsprüfer keine eigene Unternehmensbewertung durchzuführen hat, sondern eine Plausibilitätskontrolle der ihm vorgelegten Bewertung ausreichend ist (vgl. etwa Langenbacher in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., z. 4 zu § 293e AktG). Zwar sollen sich die Aktionäre ein eigenes Urteil bilden können, dessen Basis ist jedoch der Bericht des Vorstandes nach § 293a AktG, während sich der Prüfungsbericht letztlich auf ein Rechtmäßigkeitsurteil beschränkt (vgl. Hüffer, AktG, 9. Aufl., Rz. 6 zu § 293e AktG).

Im Ergebnis ist die durch \_\_\_\_\_ durchgeführte Prüfung, gemessen am gesetzlichen Maßstab in § 293e AktG, nach Auffassung der Kammer nicht zu beanstanden. Ob das Angemessenheitsurteil in der Sache zutreffend war, war im Zusammenhang mit der Frage, ob eine formal ordnungsgemäße Vertragsprüfung stattgefunden hat, nicht relevant.

c) Aus den genannten Gründen war die Kammer im vorliegenden Verfahren nicht gehalten, entgegen der Intention des Spruchverfahrensgesetzes eine von Grund auf neue, umfassende Bewertung der MME Moviemment AG vorzunehmen.

## **2. Abfindung nach § 305 AktG**

Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Unternehmensvertrag die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen der außenstehenden Aktionäre deren Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Angemessen in diesem Sinne ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

## **3. Unternehmensplanung der MME Moviemment AG**

Die Unternehmensplanung der MME Moviemment AG war nach Maßgabe der vom gerichtlichen Sachverständigen \_\_\_\_\_ vorgenommenen Änderungen geeignet, als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu dienen. Wesentliche Mängel der vorgelegten Planung oder eine bewusste Manipulation zu Lasten der außenstehenden Aktionäre durch eine unzulässige Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips waren nach den Feststellungen des Gutachtens des Sachverständigen nicht zu erkennen.

a) Der im Spruchverfahren gerichtlich bestellte Sachverständige \_\_\_\_\_ hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der MME Moviemment AG die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur an Hand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg ist die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die auch aus dem Überschuss der

Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Da mit dem Ertragswertverfahren der objektivierte Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft unter Ausblendung des abgeschlossenen Unternehmensvertrages basiert, so dass beispielsweise durch den Hauptaktionär mögliche Maßnahmen wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Restrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren. Mögliche, aber am Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind ebenso wenig zu berücksichtigen wie Zukunftsentwicklungen, die gerade infolge des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages eintreten werden (vgl. auch Eisolt, DStR 2002, 1145, 1149). Aus diesem Grunde sind solche für das Unternehmen negativen Maßnahmen auszublenden, welche der Hauptaktionär aufgrund seiner beherrschenden Stellung gegenüber der Unternehmensleitung durchsetzen kann.

c) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., Rz. 346). Weil außenstehenden Aktionären das Ausscheiden ermöglicht werden soll, ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem sie ohne wirtschaftliche Nachteile aus der Gesellschaft ausscheiden können (vgl. BGH, NJW 1998, 1866). Maßgeblich ist also der Wert, den das Gesellschaftsunternehmen ohne Abschluss des Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags hätte (vgl. Hüffer, Aktiengesetz, 9. Aufl., Rz 18 z u § 305 AktG).

d) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, welche der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativen bestehen.

e) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG

1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38). Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da ansonsten die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen nicht berührt wird.

Liegen die tatsächlichen Umsätze und Ergebnisse nicht über, sondern unter den geplanten, vermögen sie die Unvertretbarkeit der in der Planung enthaltenen Prognosen zu Lasten der Antragsteller nicht zu belegen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 242 nach juris).

f) Die von der Antragsgegnerin für die Detailplanungsphase auf der einen und die Phase der ewigen Rente auf anderen Seite prognostizierten Erträge sind vom gerichtlichen Sachverständigen im Wesentlichen nicht beanstandet worden. Sie konnten daher nach Maßgabe der nachfolgenden Ausführungen den Berechnungen des Unternehmenswerts der MME Moviement AG zugrunde gelegt werden.

g) In diesem Zusammenhang gilt für die gerichtliche Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte regelmäßig verbietet, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen 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 Sach-

verständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08).

h) Mit der für die Quantifizierung des künftig zu erwartenden Unternehmenserfolgs der MME Moviement AG wichtigen Marktposition sowie ihrer Aufstellung im unternehmensspezifischen Marktumfeld hat sich die von der Antragsgegnerin für die Erstellung ihres Übertragungsberichts beauftragte Gutachterin in ihrem Gutachten auf den Seiten 16 bis 22 ausführlich auseinandergesetzt. Gegen diese Darstellung sind von Seiten der Antragsteller keine wesentlichen Einwendungen erhoben worden.

aa) So bleibt festzuhalten, dass sich die Gesellschaft im Jahr 2006 im Mittelfeld der zehn größten deutschen Anbieter für Auftragsproduktionen befand, wobei die Umsätze der drei von der Umsatzleistung her gesehen größten Unternehmen in diesem Bereich diejenigen der MME Moviement AG um den Faktor zwei bis drei überstiegen. Der wesentliche Umsatzträger der Gesellschaft ist eine Reihe von seriellen non-fiction Fernsehformaten, die hauptsächlich von privaten Fernsehsendern in Auftrag gegeben worden sind. Dies korreliert mit dem Umstand, dass in den Jahren 2005 und 2006 jeweils mehr als zwei Drittel des Umsatzes der MME Moviement AG aus Aufträgen der RTL Gruppe und der ProSiebenSat1 Media AG stammten.

bb) In den Jahren 2004 bis 2006 ergab sich für den Konzern ein starker Anstieg der Gesamtleistung von 52,6 Mio€ auf 93,3 Mio€. Das entsprechende Wachstum wurde jedoch nicht organisch generiert, sondern war bedingt durch die Akquisition beziehungsweise die Übernahme der Mehrheitsanteile der Unternehmen filmpool, white balance und lunet.

cc) Die Herstellung der beauftragten Produktionen erfolgt durch die Einzelgesellschaften des MME-Konzerns. Hieran orientiert sich auch der Planungsprozess der Gesellschaft, der ausgehend von den auf der Ebene der einzelnen Produktionsgesellschaften laufenden oder absehbaren Einzelaufträgen „bottom up“ erfolgt. Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat in diesem Zusammenhang bestätigt, dass die Planungsprognosen regelmäßig nicht über das laufende Geschäftsjahr hinaus erfolgen, da die Zusammensetzung der Produktionsaufträge im darauf folgenden Geschäftsjahr so unsicher sei, dass eine Ermittlung der Planungskomponenten nicht zuverlässig möglich sei. Dies beruhe auf dem Umstand, dass die Sender aus Flexibilitätsgründen keine mehrjährigen Produktionsstaffeln mehr beauftragen würden und der Auftragseingang zyklisch stattfindet, indem die Mehrzahl der Produktionsaufträge zu Beginn des Kalenderjahres eingeht und die Herstellung der Formate dann in den Sommermonaten stattfindet.

i) Die Ertragsentwicklung der MME Moviement AG wurde nach der Phasenmethode geplant, die als weithin gebräuchlich angesehen werden kann. Sie trägt durch die Aufteilung der Unternehmenszukunft in zwei zeitliche Segmente dem Umstand Rechnung, dass die Fähigkeit zu prognostizieren mit der Länge des Prognosezeitraums abnimmt. Dabei deckt die Phase I oder Detailplanungsphase regelmäßig einen Zeitraum ab, für den eine integrierte Unternehmensplanung besteht, während in der Phase II oder ewigen Rente bei Annahme einer unendlichen Lebendauer des Unternehmens ein nachhaltig ausschüttungsfähiger Gewinn unterstellt wird.

j) Der Detailplanungszeitraum umfasst in den meisten Bewertungsfällen einen Zeitraum von drei bis fünf Jahren (vgl. IDW S1 2008 Tz. 77). Es verbietet sich jedoch eine schematische Betrachtungsweise. Die genaue Länge der Phase I hängt im konkreten Bewertungsfall regelmäßig davon ab, welcher Zeitraum durch den Auftragsbestand des Unternehmens abgedeckt ist, in welchem Umfang daraus Nachfolgeaufträge abgeleitet werden können und wie sich das Wettbewerbsumfeld des Unternehmens darstellt (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 209). Angesichts der oben erwähnten Erkenntnisse des Sachverständigen zum Geschäftszyklus der MME Moviement AG hielt es die Kammer vorliegend für zulässig, dass die Detailplanungsphase letztlich auf ein Jahr verkürzt worden ist und lediglich das Geschäftsjahr 2007/2008 umfasst. Den weiteren Geschäftsjahren in der Phase I liegen keine im Einzelnen geplanten Ergebnisse mehr zugrunde, auch wenn die Antragsgegnerin dies auf Seite 25 ihres Schriftsatzes vom 11. Juli 2008 anders darstellt. Vielmehr wurden die einzelnen Erlös- und Aufwandskomponenten durch Indizierung fortgeschrieben, wobei der Sachverständige sich sowohl von der Vertretbarkeit der angesetzten Wachstumsraten für die einzelnen Positionen als auch von deren rechnerisch zutreffender Umsetzung überzeugt hat. Angesichts der Tatsache, dass eine über das laufende und das darauf folgende Geschäftsjahr hinausgehende detaillierte Planung letztlich fiktiv gewesen wäre, hätte sich hieraus für die Ermittlung des Unternehmenswerts gegenüber der gewählten Methode kein Erkenntnisgewinn ergeben.

aa) Bei der Bewertung der Validität einer Unternehmensplanung ist zunächst anhand der Vergangenheitsergebnisse zu überprüfen, ob es sich um eine plausible Weiterführung handelt, wobei periodenspezifische und andere singuläre Ereignisse auszublenden sind. Eine solche Betrachtung unter Bereinigung der Ergebnisse hat auf Seite 46 bis 48 ihres Gutachtens für die Antragsgegnerin vorgenommen, ohne dass der gerichtliche Sachverständige gegen das Ergebnis in der Sache Einwendungen erhoben hat. Solche waren auch für die Kammer nicht ersichtlich, so dass die Werte der Betrachtung zu Grunde zu legen waren.

bb) Soweit die Gesellschaft für die Zwecke der Bewertung im Juni 2007 eine neue Planung für das künftig vom Kalenderjahr abweichende Geschäftsjahr 2007/2008 erstellt hat, war diese nach Auf-

fassung des Sachverständigen nicht zu beanstanden, obwohl sich im Vergleich zur „alten“ Planung für das Gesamtjahr 2007 ein reduziertes Umsatz- und Ertragsniveau ergab. Dies beruhte im Wesentlichen auf dem Wegfall von drei Auftragsproduktionen, die noch Bestandteil der Altplanung gewesen waren und war vor diesem Hintergrund nachvollziehbar.

k) Zur von den Antragstellern kritisierten Entwicklung des Materialaufwandes führt der Sachverständige auf Seite 39 seines Gutachtens aus, dass das geplante Betriebsergebnis insgesamt im letzten Jahr der Phase I – 2011/2012 – bei 9,7 % der Gesamtleistung liegen werde und dieses Niveau auch in den Jahren 2005 und 2006, die mit erheblichen Umsatzsteigerungen verbunden waren, nicht erzielt worden sei. Die Planung bilde damit eine positive Entwicklung der Ertragskraft der MME Moviemment AG ab, wobei die Berücksichtigung weiterer positiver Entwicklungsmöglichkeiten nach Einschätzung des Sachverständigen ein zu optimistisches Szenario abbilden würde. Für die Kammer waren keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich, dass die Analysen des Sachverständigen nicht zutreffend sind. Die Antragsgegnerin hat zu diesem Punkt ausgeführt, dass sich die Erhöhung des Materialaufwandes aus den Veränderungen im Auftragsumfeld ergibt, die mit einer Verlagerung von länger laufender Produktionen hin zur Beauftragung nur kurzer Produktionszeiträume durch die Sender einhergehen. Diesbezüglich war nachvollziehbar, dass der Aufwand bei Neuproduktionen ansteigt, da - anders als bei seriellen Formaten – die vorhandenen Ressourcen nicht weitergenutzt werden können.

l) Den projektierten Rückgang im sonstigen betrieblichen Ergebnis hat die Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 11. Juli 2008 hinreichend erläutert, ohne dass unter Berücksichtigung des Vorbringens der Antragsteller eine Inkonsistenz oder mangelnde Vertretbarkeit der Planung zu erkennen wäre.

m) Soweit sich der gerichtliche Sachverständige mit der im Gutachten der dargestellten Detailplanung der MME Moviemment AG auseinandergesetzt hat, hat er Korrekturen lediglich hinsichtlich des geplanten Zinsergebnisses für angebracht gehalten, wobei diese Frage nicht Bestandteil des durch die Kammer erteilten Untersuchungsauftrages war, was die Antragsgegnerin auch entsprechend moniert hat. Zwar hätte dieser Umstand isoliert betrachtet nicht zu einer fehlenden Verwertbarkeit der Ergebnisse des Sachverständigengutachtens in diesem Punkt führen können, da im Spruchverfahren auch unter der Geltung des Spruchverfahrensgesetzes der eingeschränkte Amtsermittlungsgrundsatz gilt. Allerdings folgt aus dem oben diskutierten Prüfungsmaßstab bei der Unternehmensplanung, dass eine Berücksichtigung der abweichenden Berechnungen des Sachverständigen nur dann angezeigt gewesen wäre, wenn der von der MME Moviemment AG gewählte Ansatz der Planung von Zinserträgen und –aufwendungen nicht vertretbar gewesen wäre. Vorliegend hat der Sachverständige aber – lediglich – „in Ergänzung zur

Vorgehensweise der einen anderen Ansatz gewählt. Dieser ist sicherlich gut begründbar, einen zwingenden Grund, die in der Unternehmensplanung gewählten Ausschüttungsannahmen zu ändern, konnte die Kammer aber nicht erkennen.

n) Soweit einzelne Antragsteller das geplante Zinsergebnis der Gesellschaft inhaltlich für unzutreffend halten, hat der Sachverständige keine Hinweise darauf gefunden, dass die Ertrags- und Aufwandsposten im Hinblick auf zinstragende Guthaben auf der einen Seite und verzinsliches Fremdkapital auf der anderen Seite unzutreffend geplant worden sind. Eine Änderung der Planung war damit in diesem Punkt nicht angezeigt.

o) Keine Veränderungen gegenüber der vorgelegten Unternehmensplanung ergaben sich auch für die im Zeitraum der Phase II angesetzte Höhe der Abschreibungen der Gesellschaft. Der gerichtliche Sachverständige hat sich mit der entsprechenden Problematik ausführlich auseinandergesetzt und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass die nachhaltig angesetzten Abschreibungen der MME Moviment AG nicht zu hoch angesetzt sind, da sich künftig tendenziell ein eher erhöhter Reinvestitionsbedarf ergebe. Schließlich führt er aus, dass das Erlösmodell der externen Fernsehproduktion auf den erwarteten Kosten zuzüglich einer Marge beruhe. Bei wesentlichen Veränderungen der Kosten aufgrund gesteigener Abschreibungen würden somit die Erlöse angepasst und es würde sich kein Effekt auf das Betriebsergebnis ergeben.

#### **4. Steuerbelastung der Gesellschaft**

Auch im Hinblick auf die von einigen Antragstellern als unzutreffend kritisierte Planung der künftigen Steuerbelastung im MME-Konzern sind gegenüber dem Ausgangsgutachten von keine Korrekturen der dort angesetzten Konzernsteuerquote angebracht. Soweit die Antragsteller zu 14) und 20) kritisieren, der in der Planung angenommene Anstieg der Steuerquote sei mit den entlastenden Effekten der Unternehmenssteuerreform 2008 nicht in Einklang zu bringen, konnte diese Kritik nicht durchgreifen. Die Antragsgegnerin hat erläutert, der Anstieg resultiere im Wesentlichen aus dem Verbrauch von im Stichtag noch vorhandenen Verlustvorträgen. Der gerichtliche Sachverständige führt zu diesem Punkt im Ergebnis aus, er habe die Entwicklung der künftigen Steuerbelastung des MME-Konzerns – als Summe der künftigen Steuerbelastungen der Einzelgesellschaften – unter Berücksichtigung der Unternehmenssteuerreform 2008 und der jeweiligen Verlustvorträge überprüft. Diese sei rechnerisch korrekt abgeleitet und plausibel. Für die Kammer waren keine Anhaltspunkte ersichtlich, dass diese Analyse unzutreffend sein könnte. Abweichungen im Ergebnis des Sachverständigen ergeben sich in seinem Ursprungsgutachten vom 10. Dezember 2010 lediglich aufgrund des von ihm abgeänderten Zinsergebnisses, welches aber bei der

gebotenen Verwendung der in der Unternehmensplanung verwendeten Werte insoweit unverändert bliebe.

## 5. Berücksichtigung von Synergieeffekten

Bei der Verbindung mehrerer Unternehmen kann es zu Prozessergebnissen kommen, bei denen das Zusammenwirken von Elementen überadditiv ausfällt (vgl. Ziegler, Synergieeffekte bei Unternehmenskäufen, S. 15), die Summe der erzielbaren Erträge mithin größer ausfällt als bei der bloßen Kombination der von den beteiligten Unternehmen isoliert zu erwartenden Ergebnissen. Entsprechende Synergiepotenziale sind in der Planung zu berücksichtigen. Bezifferbare Verbundvorteile aus der Einbindung in den Konzern der Antragsgegnerin lassen sich aber für die MME Moviment AG nur eingeschränkt durch eine indirekte Ableitung aus dem Gutachten von herleiten, dessen Ergebnisse sich die Antragsgegnerin zu eigen gemacht hat.

a) Die Behandlung von Synergieeffekten im konkreten Bewertungsfall muss als bislang nicht abschließend geklärt angesehen werden. In der Vergangenheit wurde insoweit richtiger Weise zwischen echten und unechten Verbundvorteilen unterschieden, wobei letztere bereits im Unternehmen angelegt sind und sich auch ohne die Strukturmaßnahme realisieren oder mit beliebigen Partnern erzielen lassen (vgl. etwa Riegger in KölnKomm zum SpruchG, 1. Aufl., Rz. 13 Anh. § 11 SpruchG). Hierzu gehören insbesondere körperschafts- oder gewerbesteuerrechtliche Verlustvorträge (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 744, 748). Derartige Vorteile sind nach allgemeiner Auffassung bei der Unternehmensbewertung stets zu berücksichtigen, weil die ausscheidenden Anteilseigner sonst wirtschaftliche Nachteile erleiden würden (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, 1. Aufl., Rz. 27 Anh § 11 SpruchG).

b) Unterschiedliche Ansichten werden dagegen zu den so genannten echten Verbundvorteilen vertreten, die sich erst aus der Strukturmaßnahme ergeben. Bis zur Entscheidung des Bundesgerichtshofs in Sachen DAT/Altana entsprach es der herrschenden Auffassung in der Rechtsprechung, dass derartige Effekte vor dem Hintergrund der gebotenen „Stand-Alone“-Betrachtung unter der Annahme des Fortbestands und der weiteren Selbstständigkeit des zu bewertenden Unternehmens außer Betracht bleiben müssen. In der genannten Entscheidung hat der Bundesgerichtshof nunmehr entschieden, dass im Zusammenhang mit der Berücksichtigung des Börsenkurses Verbundeffekte, die bei der Preisbildung vom Markt berücksichtigt worden sind, nicht zu eliminieren sind (vgl. BGHZ 147, 108 ff.). Es dürfte allerdings kaum möglich sein festzustellen, welche Bedeutung der Markt ihnen im Einzelnen beigemessen hat, so dass eine Nichtberücksichtigung der Synergieeffekte bereits aus rein tatsächlichen Gründen nahe liegend ist.

c) Die MME Moviement AG erwartete nach den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen auf Seite 93 f. seines Gutachtens von der Eingliederung in den Konzern der Antragsgegnerin erhöhte Erfolgswahrscheinlichkeiten für so genannte „Hit-Formate“. Eine genaue Quantifizierung hielt er jedoch, ebenso wie die Gesellschaft selbst, nicht für möglich. Die Kammer hielt diese Einschätzung für nachvollziehbar, da allein der Umstand, dass in der Zukunft für eine nicht bekannte Anzahl von Sendeformaten die Wahrscheinlichkeit eines Markterfolges steigt, keiner Bezifferung zugänglich ist. Eine andere Wertung wäre nur dann gegeben, wenn die Planung nicht aufgrund des bestehenden Produktportfolios erfolgt wäre, sondern den künftigen Ergebnissen Eintrittswahrscheinlichkeiten zugrunde gelegt worden wären, die entsprechend hätten angepasst werden können. Dies war hier nicht der Fall.

d) Da die Synergien jedoch – nach der Systematik des IDW S1 systemwidrig – im Kapitalisierungszinssatz durch einen Abschlag beim Betafaktor berücksichtigt hat, hat der Sachverständige den sich hieraus ergebenden Betrag von 3,466 Mio. € dem sich aus der sonstigen Planung ergebenden Ertragswert als Sonderwert hinzuaddiert. Diese Vorgehensweise war methodisch transparenter als diejenige von

## **6. Ausschüttungsprognose**

Der sowohl von der Gesellschaft als auch vom gerichtlichen Sachverständigen angewandte Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2005 vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung zum einen des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie zum anderen rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, da insbesondere unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse bestand. Diese Situation hat sich mit der am 6. Juli 2007 verabschiedeten Unternehmenssteuerreform geändert, da mit deren Inkrafttreten nunmehr auch die Wertbeiträge aus Thesaurierung grundsätzlich einer Steuerbelastung beim Anteilseigner unterliegen. Da die Thesaurierung den Unternehmenswert erhöht, unterliegt die spätere Veräußerung des Anteils der Veräußerungsgewinnbesteuerung. Bei einem Anteilsverkauf vor dem 1. Januar 2009 greift diese Besteuerung jedoch noch nicht ein.

Soweit die einbehaltenen Überschüsse ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept grundsätzlich

eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Diese kann durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung der thesaurierten Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Anh. § 11 Rz. 93).

a) Die von der Antragsgegnerin vorgelegte Unternehmensplanung der MME Moviement AG sieht für die Planjahre 2007/2008 sowie 2008/2009 weder Ausschüttungen noch eine Zurechnung der einbehaltenen Gewinnbeiträge an die Anteilseigner vor. Erst für das Planjahr 2009/2010 ist eine Ausschüttung in Höhe von 2,7 Mio. € vorgesehen, während eine fiktive Zurechnung der thesaurierten Beträge ab dem Geschäftsjahr 2010/2011 geplant ist. Zur Begründung nennen das Gutachten von [redacted] als auch der Prüfbericht von [redacted] Ausschüttungsrestriktionen aufgrund bestehender Verbindlichkeiten der Gesellschaft.

b) Der gerichtliche Sachverständige konnte diese Aussagen bei seiner Überprüfung der entsprechenden Kreditverträge nicht vollständig verifizieren. Zwar war in einem Darlehnsvertrag, welchen die Gesellschaft mit der Commerzbank AG (Filiale Hamburg) und der DZ Bank abgeschlossen hatte, vereinbart, dass bis zur vollständigen Tilgung des Kredits keine Gewinnausschüttungen erfolgen dürfen. Die Planung sieht insoweit eine Thesaurierung in Höhe von 12,9 Mio. € vor. Hier- von war aber lediglich ein Teilbetrag von 9,3 Mio. € erforderlich, um die am Bewertungsstichtag tatsächlich noch bestehenden Kreditverbindlichkeiten zu decken, so dass die überschießende Thesaurierung in Höhe von 3,6 Mio. € zur Erhöhung der Eigenkapitalausstattung dienend und damit als freie Thesaurierung zu qualifizieren wäre. Die Auswirkungen einer nach Auffassung des Sachverständigen betriebswirtschaftlich vorteilhaften Verwendung dieses Betrages hat er auf Seite 105 seines Gutachtens in einer Szenariobetrachtung dargestellt.

c) Die Antragsgegnerin hält dem - nach Ansicht der Kammer zu Recht - entgegen, dass für die Mittelverwendung durchaus eine Planung existiert habe, da die Gesellschaft zum Stichtag davon ausgegangen sei, eine Zahlung in Höhe von 4,3 Mio. € als ergebnisabhängige Kaufpreiskomponente aus dem Erwerb der Anteile an der time2talk entertainment GmbH leisten zu müssen. Hier- für sei die Entnahme der thesaurierten Mittel vorgesehen gewesen, um eine Fremdfinanzierung vermeiden zu können. Die entsprechende Planung war zu respektieren, da es weder Sache des Gerichts noch des Sachverständigen war, die Zweckmäßigkeit einer solchen Entscheidung zu überprüfen und die Gesellschaft für die Befriedigung von Verbindlichkeiten auf die Inanspruchnahme von Fremdkapital zu verweisen. Insoweit kann auf die oben gemachten Ausführungen zur Maßgeblichkeit der Planung der Gesellschaft Bezug genommen werden, die lediglich bei fehlender Plausibilität korrigiert werden darf.

Damit hatte es im Ergebnis für den Detailplanungszeitraum der Phase I bei den Ausschüttungsannahmen der Gesellschaft zu verbleiben, wie sie im Gutachten von [redacted] dargelegt worden sind.

d) Dies gilt mit den vom Sachverständigen vorgenommenen Einschränkungen auch für die Ausschüttungsannahmen in der Phase der ewigen Rente. Für diese Phase wird bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

e) Die von der Antragsgegnerin beauftragte Gutachterin [redacted] hat sich in diesem Zusammenhang an der durchschnittlichen nachhaltigen Ausschüttungsquote aller börsennotierten Unternehmen orientiert. Sie ist ausgehend von einer Untersuchung für den Zeitraum von 1988 bis 2003 zu einer Quote von 42,8 % für den MDAX gelangt, während generell von Marktausschüttungsquoten zwischen 40 % und 60 % ausgegangen wird, wie der Sachverständige [redacted] aus Seite 52 seines Gutachtens ausführt. Da die in Ansatz gebrachte Quote von den Antragstellern nicht substantiiert angegriffen wurde und plausibel erscheint, war sie der Berechnung des Unternehmenswerts zugrunde zu legen.

f) Soweit der Sachverständige ausführt, dass die Unternehmen der für die Berechnung des Betafaktors herangezogenen Peer Group tendenziell niedrigere Ausschüttungen vornähmen, vermochte er den Grund für diese Beobachtung nicht erschöpfend zu erklären. Hinzu kommt, dass sich in der Peer Group überwiegend ausländische Unternehmen befinden, bei denen das Ausschüttungsverhalten nicht von den Besonderheiten des deutschen Steuersystems geprägt ist, so dass die Orientierung an anderen im Inland ansässigen Unternehmen nahe liegender erscheint. Da die von [redacted] angesetzte Quote zudem am unteren Ende der allgemein beobachteten Spanne liegt, war die Höhe als nachvollziehbar anzusehen, auch wenn eine niedrigere Ausschüttungsquote zu einem höheren Unternehmenswert geführt hätte.

g) Dem kann nicht entgegengehalten werden, dass sich der Unternehmenswert für die Minderheitsaktionäre unter bestimmten Annahmen, wie etwa durch Aktienrückkäufe des Unternehmens, möglicher Weise erhöht. Die Minderheitsaktionäre haben lediglich einen Anspruch auf volle Entschädigung in Höhe des Wertes ihrer Beteiligung am arbeitenden Unternehmen. Sie haben dagegen keinen Anspruch auf eine Wertmaximierung zu ihren Gunsten, es sei denn, bestimmte Maßnahmen sind in der Planung bereits angelegt. Dies konnte vorliegend jedoch nicht festgestellt werden.

h) In der Planungsphase II hat [redacted] einen Teil der thesaurierten Beträge trotz grundsätzlich bestehender Ausschüttungsfreiheit nicht fiktiv den Minderheitsaktionären zugerechnet, da diese Beträge benötigt würden, um das mit dem unterstellten Wachstum der dauerhaft erzielbaren Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz zu finanzieren. Die entsprechende Sichtweise findet sich erst seit einigen Jahren in Bewertungsgutachten, ohne bisher auf breiterer Grundlage diskutiert worden zu sein. Die lapidare Behauptung der Antragsgegnerin, die Vorgehensweise von [redacted] entspreche der allgemeinen Bewertungspraxis, vermag die Kammer vor diesem Hintergrund nicht nachzuvollziehen.

i) Bei näherer Betrachtung scheint eine solche „Sonderthesaurierung“ zunächst nur dann erforderlich zu sein, wenn die Eigenkapitalquote des betrachteten Unternehmens gesetzlichen oder regulatorischen Vorschriften unterliegt und die Annahme eines stetigen Absinken im Zeitraum der ewigen Rente vor diesem Hintergrund nicht realistisch wäre.

Allerdings wirkt sich auch ganz allgemein das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital auf den Wert des Unternehmens und sowohl Aufwands- als auch Ertragsseite aus. Dementsprechend vertritt auch der gerichtliche Sachverständige die Auffassung, es sei aus bewertungstechnischen Gründen regelmäßig sachgerecht, im nachhaltigen Ergebnis eine wachstumsbedingte Thesaurierung bezogen auf das geplante Eigenkapital im letzten Planjahr des Detailprognosezeitraums anzunehmen (Gutachten [redacted] Seite 49). Er führt aber auch aus, dass der Umfang der notwendigen Thesaurierung im Einzelfall zu prüfen ist und darüber hinaus bereits in der Gewinn- und Verlustplanung implizit Wachstumsaufwendungen enthalten sind. Vor diesem Hintergrund ist dem Sachverständigen darin zu folgen, dass die von [redacted] angenommene Anstieg des in der Bilanz der MME Moviement AG enthaltenen Goodwills nicht sachgerecht ist, da das nachhaltige Wachstum der Gesellschaft nach der Planung organisch realisiert werden soll. Der entsprechende Thesaurierungsposten war dementsprechend zu bereinigen beziehungsweise deutlich zu vermindern.

j) Soweit die Antragsgegnerin einwendet, die Vorgehensweise des Sachverständigen führe zu einer stetigen Erhöhung der Kapitalrenditen, war nicht nachvollziehbar. Der Hinweis auf das Prüfungsgutachten von [redacted] führte in diesem Zusammenhang nicht weiter. Dort ist die Vorgehensweise von [redacted] zwar gebilligt worden, die dahinter stehenden bewertungstechnischen oder ökonomischen Überlegungen haben aber weder [redacted] noch [redacted] offengelegt.

## 7. Zu kapitalisierendes Ergebnis

Damit stellen sich die zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Ergebnisse der Gesellschaft wie folgt dar:

Angaben in:	T €	Phase I					Phase II
		2008	2009	2010	2011	2012	
<b>Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)</b>		6.040	7.628	8.355	9.338	9.877	9.976
Zinsergebnis		-418	-255	-81	58	50	51
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)</b>		5.622	7.373	8.274	9.395	9.927	10.027
Ertragsteuern		-1.179	-2.096	-2.330	-2.658	-3.021	-3.051
<b>Ergebnis nach Unternehmensteuern</b>		4.443	5.277	5.944	6.737	6.906	6.975
Minderheitenanteile		-18	-13	-19	-28	-37	-37
Thesaurierung / Auflösung Gewinnrücklagen		-4.425	-5.264	-3.226	0	0	-36
<b>Ausschüttungspotential</b>		0	0	2.700	6.709	6.870	6.902
davon pauschale Thesaurierung		0	0	0	3.632	3.719	3.933
Persönliche Steuern auf pauschale Thesaurierung		0	0	0	0	0	0
davon Ausschüttung		0	0	2.700	3.078	3.151	2.970
Persönliche Steuern auf Ausschüttung		0	0	-712	-812	-831	-783
<b>Zu kapitalisierendes Ergebnis</b>		0	0	1.988	5.898	6.039	6.119

## 8. Kapitalisierungszinssatz

a) Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektiver Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines objektiv vernünftigen dritten Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt somit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass auch trotz nicht vollständig geklärten betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.).

e) Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Gutachtens der zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes, eines niedrigeren Risikozuschlages und eines höheren Wachstumsabschlages korrigiert wissen wollen.

f) Die Kammer hielt insoweit auf der Basis des Gutachtens des Sachverständigen gegenüber dem Gutachten von Korrekturen für erforderlich, wobei sich diese auf die Höhe des Basiszinses und des Risikozuschlages beziehen. Diese Korrekturen führen unter Berücksichtigung der zu erwartenden Unternehmenserträge zu einer Erhöhung des anzunehmenden Wertes einer Aktie der MME Moviement AG, welcher über der von der Antragsgegnerin angebotenen Barabfindung liegt.

#### **aa) Basiszinssatz**

Die Kammer hielt auf der Grundlage des Gutachtens des gerichtlichen Sachverständigen für den Bewertungsstichtag einen einheitlichen Basiszinssatz in Höhe von 4,67 % für zutreffend. Grundlegende Einwände gegen die Art und Weise der Ermittlung des Basiszinssatzes sind nach Erstattung des Gutachtens von den Beteiligten nicht geltend gemacht worden,

aaa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risikofreie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). Soweit in jüngster Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise zum Teil eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, musste diese Frage angesichts des Stichtages im September 2007 nicht diskutiert werden.

bbb) Nach dem Stichtagsprinzip ist grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin den 25. September 2007. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle, NZG 1998, 987, 988; Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 56 a und 57 f zu § 305 AktG.; Riegger in Kölner Kommentar zum Aktiengesetz, Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

ccc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz jedoch gerade nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325; Großfeld, a.a.O., Rz. 583). Da die erforderliche Zukunftsprognose sich auf eine zu unterstellende unendliche Lebensdauer des zu bewertenden Unternehmens erstreckt und nach dem Grundsatz der Laufzeitäquivalenz (auf dem Markt nicht existierende) zeitlich unbegrenzte Anleihen der öffentlichen Hand heranzuziehen wären, kann der Basiszinssatz jedenfalls nicht mit dem aktuellen Zinssatz für die längstlaufenden öffentlichen Anleihen von 10 Jahren oder länger gleichgesetzt werden. Bei der Festlegung der Elemente des Kapitalisierungszinssatzes ist nämlich zu beachten, dass sie laufzeitäquivalent sein müssen, da die Geldanlage im zu bewertenden Unternehmen mit einer fristadäquaten alternativen Geldanlage zu vergleichen ist.

ddd) Greift man für die Bestimmung des risikolosen Zinssatzes auf öffentliche Anlagen mit begrenzter Laufzeit zurück, ist auch die dann erforderliche Wiederanlage zu berücksichtigen, da eine unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens angenommen wird (vgl. OLG München, ZIP 2006, 1722, 1725). Auf der anderen Seite können für den Zeitpunkt nach der Endfälligkeit 30-jähriger Anleihen keine objektivierbaren Zinsprognosen mehr getroffen werden. Zudem ist bei Heranziehung von Anleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren nach deren Ablauf regelmäßig ein Abflachen der Zinskurve zu beobachten, wobei der Einfluss auf den Ertragswert bei Zinsänderungen in entfernter liegenden Zeiträumen ohnehin abnimmt.

eee) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise von  entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise erheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße.

fff) Die Vorgehensweise der Verwendung eines Dreimonatszeitraums ist nach Auffassung der Kammer entsprechend der Vorgehensweise bei der Bestimmung des Börsenkurses von Anteilen der Gesellschaft sinnvoll und nicht zu beanstanden. Da der zeitliche Ausgangspunkt der Unternehmensbewertung allerdings der Tag der Hauptversammlung ist, stellt sich die Frage, aus welchem Grunde die Einschätzung der künftigen Zinsentwicklung bereits vor diesem Termin enden soll. Im vorliegenden Fall wird auf diese Weise die sich im Monat September 2007 abzeichnende Tendenz weiter fallender Zinsen abgeschnitten, was sich nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen  in einer Abweichung von 0,04 % bemerkbar macht (Tabelle auf Seite 57 des Gutachtens).

ggg) Dem kann nicht die mangelnde Praktikabilität seiner solchen Vorgehensweise entgegengehalten werden. Zum einen kann in der Praxis bei den im Vorfeld von aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen erstellten Erst- und Prüfgutachten auch kein Zeitraum von vollen drei Monaten vor dem Hauptversammlungstermin berücksichtigt werden, da die Gutachten regelmäßig vorher fertiggestellt werden (müssen). Dies zeigt sich auch vorliegend, da sowohl  als auch  bei ihrer Berechnung des Basiszinssatzes von einem Zeitraum vom 1. Mai bis 31. Juli 2007 ausgegangen sind. Zum anderen können sich bei der Vorgabe der Berücksichtigung voller drei Kalendermonate theoretisch Unterschiede in der tatsächlichen Nähe der Schätzung zum Stichtag von bis zu 30 Tagen ergeben. Da sich hieraus angesichts der Hebelwirkung, welche dem Kapitalisierungszinssatz bei der Berechnung des Unternehmenswerts zukommt, im Einzelfall durchaus relevante Unterschiede ergeben können, sprechen aus Sicht der Kammer keine überzeugenden Gründe für die Wahl der vom IDW vorgeschlagenen Referenzperiode.

hhh) Soweit der gerichtliche Sachverständige meint, dass zur Eliminierung von Marktschwankungen und möglicher Schätzfehler auch eine Durchschnittsbildung über 30 Tage ausreicht, mag dies sein. Diese Betrachtungsweise hat sich bislang jedoch in der Wissenschaft beziehungsweise der betriebswirtschaftlichen Praxis noch nicht durchgesetzt. Der Kammer ist auch keine Untersuchung bekannt, die sich anhand von praktischen Beispielen mit der Frage auseinandersetzt, welcher

Zeitraum für die Glättung der Schätzer besser geeignet ist, wobei grundsätzlich davon auszugehen ist, dass ein längerer Zeitraum zu einer besseren Eliminierung von unerwartet hohen oder niedrigen Werten führt. Für eine Schätzung des Unternehmenswerts nach § 287 Abs. 2 ZPO in einem Spruchverfahren muss sich das Gericht aber darauf verlassen können, dass die angewandten Methoden allgemeine Berufsauffassung der Wirtschaftsprüfer sind, wobei eine Begutachtung genügt, die sich an den zum maßgeblichen Stichtag betriebswirtschaftlich gesicherten Bewertungsmaßstäben orientiert (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

iii) Die vom entsprechenden Fachausschuss des IDW neben der Glättung der Tageswerte befürwortete Rundung des ermittelten Zinssatzes auf  $\frac{1}{4}$ -Prozentpunkte hält die Kammer, jedenfalls soweit sie sich im konkreten Bewertungsfall zu Lasten der abzufindenden Aktionäre auswirkt, nicht für zulässig. Zwar wird diese Rundung mit der Vermeidung einer Scheingenaugigkeit der einzelnen Komponenten des Prognosekalküls begründet, wie der Sachverständige auf Seite 56 seines Gutachtens ausführt. Allerdings ist über die Durchschnittsbildung unter Berücksichtigung eines Dreimonatszeitraums bereits eine Glättung erfolgt, so dass eine weitere Vergröberung des gefundenen Ergebnisses weder angemessen noch plausibel erscheint. Soweit die Validität der anhand der Svensson-Methode gewonnenen Ergebnisse angezweifelt würde, wäre die Verwendung der entsprechenden Daten für die Ermittlung des (künftigen) Basiszinses wohl generell in Frage gestellt. Bei mehrfachen Auf- oder Abrundungen würde in vielen Fällen wohl auch eine Schätzung des Basiszinses auf der Grundlage der Spotrate am Bewertungsstichtag zum gleichen Ergebnis führen und damit ausreichen. Auf die von der Antragsgegnerin reklamierte Herstellung eines Interessenausgleichs zwischen dem Mehrheitsaktionär und den außenstehenden Aktionären kann es bei der Feststellung des Basiszinssatzes durch am Finanzmarkt beobachtbare Daten nicht ankommen. Bei der Einführung von Billigkeitserwägungen im Rahmen der Bestimmung des Kapitalisierungszinssatzes würde die Ertragswertermittlung nach IDW S1 weitgehend der Beliebigkeit preisgegeben und sich für die Festsetzung der „vollen Entschädigung“ der Minderheitsaktionäre im Spruchverfahren nicht mehr eignen.

jjj) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Periode der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an (vgl. auch die ergänzende Stellungnahme des Sachverständigen S. 3). Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweili-

gen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird.

kkk) Für die Berechnung dieses barwertäquivalenten Zinssatzes werden regelmäßig, so auch von die unternehmensspezifischen Zahlungsströme sowie der für diese angesetzte Wachstumsabschlag berücksichtigt. Soweit der Sachverständige daneben auch Effekte aus Risiko und persönlichen Steuern der Anteilseigner berücksichtigt wissen will, hat sich ein entsprechendes Kalkül bislang in der Betriebswirtschaft nicht durchgesetzt. Ebenso wenig ist der sich nach Auffassung des Sachverständigen durch die bisher geübte Praxis entstehende Bewertungsfehler nach Kenntnis der Kammer Gegenstand einer wissenschaftlichen Diskussion gewesen. Vor diesem Hintergrund vermag die Kammer nicht festzustellen, ob die vom Sachverständigen angeführten Argumente tatsächlich valide und auch hinreichend zwingend sind, um zu dem Ergebnis zu gelangen, dass die entsprechenden Faktoren in die Berechnung des einheitlichen Basiszinssatzes einfließen müssen. Dagegen spricht wohl, dass Risiko und Steuern bei der aus betriebswirtschaftlicher Sicht für eigentlich richtig gehaltene Abdiskontierung mit periodenspezifischen Spotrates gleichfalls nicht berücksichtigt werden.

III) Damit war für die Zwecke der Bewertung der MME Moviemment AG von einem einheitlichen Basiszinssatz in Höhe von 4,67 % auszugehen.

Dass andere Methoden zur Ermittlung des quasi risikolosen Zinses nicht zu überlegenen Ergebnissen führen, zeigt nach Ansicht der Kammer bereits der Umstand, dass die von den Antragstellern verortete „richtige“ Höhe des Basiszinssatzes von 3,5 % bis 4,667 % reicht.

## **bb) Marktrisikoprämie**

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen nicht vergleichbar ist. Dort schwanken die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

aaa) Es ist im Wesentlichen anerkannt und auch sinnvoll, das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad

beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Anlage in öffentlichen Anleihen. Zu diesen Risiken gehören nicht nur solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich berücksichtigt werden können, sondern auch außergewöhnliche Umstände wie Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches, sowie das stets vorhandene Insolvenzrisiko (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bbb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird zum einen entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüber stehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., Rz. 611). Zudem steht begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes gegenüber.

ccc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine andere gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist. Dies zeigt sich bereits in der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie, die auf diversifizierte Portfolios setzt und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um so für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapieren rechnet, andernfalls wird er die sicherere Wertpapieranlage wählen.

ddd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall

wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz- 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a.a.O., Rz. 658-661).

eee) Bedenken gegen eine „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie als „Gestaltungsinstrument erster Ordnung“ (so Großfeld, a.a.O., Rz. 628) trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modelle des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, wobei die durchschnittliche Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen definiert wird. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

fff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre auch ausdrücklich hinweisen.

ggg) Das CAPM beruht auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.). Damit stellt sich aber bereits grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage

in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet werden, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hhh) Auf der anderen Seite erscheint es aber nicht unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der typisierte Anleger wird seine Investition regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

iii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen zudem auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist. Diese beiden Faktoren haben aber entscheidendes Gewicht. Durch die Wahl des Vergleichszeitraums in der Vergangenheit - obwohl es eigentlich um eine Schätzung für die Zukunft geht - und durch die Wahl eines Wiederanlagezeitraums bei einem arithmetischem Mittel wird die Höhe der beobachtbaren Marktrisikoprämie entscheidend beeinflusst (vgl. Großfeld-Stöver-Tönnies, BB-Spezial 7/2005, 2, 6). Vor diesem Hintergrund wurde in der Rechtsprechung zum Teil die Auffassung vertreten, das CAPM stelle gegenüber der pauschalen Zuschlagsmethode keine überlegene Schätzprozedur dar, da die abgeleiteten Werte nur modelltheoretische Marktwerte darstellen (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 158; OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006 15208). In neueren Entscheidungen scheint das OLG München die unter Anwendung des CAPM gefundenen Ergebnisse allerdings nicht mehr grundsätzlich abzulehnen und sieht diese so gewonnenen Daten nunmehr als ein taugliches Element für die Schätzung des Risikozuschlags an (vgl. OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009, 31 Wx 121/06, BeckRS 2009, 21658).

jjj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existieren nach Kenntnis der Kammer verschiedene Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämie in Deutschland, die kein einheitliches Bild ergeben und sowohl von der ermittelten Höhe her selbst als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich schwanken (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, S. 110 f.). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite ergeben können (Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien aus ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kkk) Eine Klärung dieses Streits war im vorliegenden Verfahren nicht herbeizuführen, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

lll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und entsprechend trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. Beschluss vom 7. Juni

2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 3. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, denn sie erschöpfen sich in ihrer Kritik am (TAX-) CAPM-Modell, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen. Wie oben bereits erwähnt, kann die früher praktizierte pauschale Zuschlagsmethode nicht als überlegen gelten, da der Risikozuschlag weitgehend willkürlich aufgrund einer subjektiven Einschätzung der Risikoposition des zu bewertenden Unternehmens am Markt festgesetzt wird.

mmm) Die von [Name] im ihrem Gutachten für die Bestimmung der Höhe der Marktrisikoprämie offensichtlich herangezogene Empfehlung des AKU des IDW, die im Wesentlichen auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 (WpG 2004, 906 ff.) beruht, ist kritisch zu hinterfragen.

Diese Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch PwC, auf einer Vielzahl von Annahmen, welche der gerichtliche Sachverständige [Name] auf Seite 61 seines Gutachtens kurz skizziert. Stehle verknüpft bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen (vgl. auch Großfeld-Stöver-Tönnies, a.a.O.). Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist zunächst einmal nicht ersichtlich, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen auch an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Marktrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet – wie oben bereits ausgeführt – als in der betriebswirtschaftlichen Forschung noch ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Der Sachverständige [Name] betont in diesem Zusammenhang ausdrücklich, dass die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden sinken. Zudem

bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

nnn) In der neueren obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnet sich die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie ermittelte Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Juris Rdn. 192 ff. sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Juris Rdn. 220 ff., dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

ooo) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegend Bewertungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25,00 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Für den Zeitraum vom 7. Juli 2007 bis zum 31. Dezember 2008 ergibt sich im Gegensatz zu den nachfolgenden Zeiträumen lediglich die Besonderheit, dass die Veräußerung der in diesem Zeitfenster erworbenen Aktien auch später noch steuerfrei möglich ist. Da man von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden (so Sachverständiger , Gutachten Seite 64). Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

ppp) Vor diesem Hintergrund hielt die Kammer den von der Antragsgegnerin als plausibel verteidigten Ansatz von 5,5 % durch nicht für vertretbar, da sich weder in deren Gutachten noch im Prüfbericht von Überlegungen zur Frage der Auswirkung von Änderungen im steuerlichen Umfeld – hier durch die Einführung der Abgeltungssteuer – auf die Marktrisikoprämie finden, obwohl diese Änderungen im Bewertungsstichtag im Raum standen und an anderer Stelle der Bewertung auch berücksichtigt worden sind. Da selbst der IDW für die Zeit nach Einführung der Abgeltungssteuer eine verringerte Risikoprämie von 4,5 % für angemessen hält, war von einer solchen auch im hiesigen Bewertungsfall auszugehen, wobei der Wert an der unteren Grenze der vom gerichtlichen Sachverständigen für sachgerecht gehaltenen Werte liegt. In diesem Zusammenhang war es nach Auffassung der Kammer unerheblich, dass die dieser Empfehlung zugrunde liegenden Erwägungen am Stichtag noch nicht abgeschlossen waren. Die Entwicklung hin zu

der Annahme, dass die Marktrisikoprämie mit der Annäherung der Besteuerung von Aktien und Rentenpapieren tendenziell sinken würde, war zu diesem Zeitpunkt aber bereits angelegt.

qqq) Dies schließt nicht aus, dass andere oder künftige Studien zu anderen Ergebnissen führen mögen. Da die Unternehmensbewertung jedoch zeitbezogen ist, muss grundsätzlich von den Erwartungen der Marktteilnehmer aus der Sicht des Stichtages ausgegangen werden.

Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls aktuelle Betrachtungen, die zu dem Ergebnis gelangen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe – zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt hat (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.). Zum einen stellt sich auch hier das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, die letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse weitaus gewinnbringender erwiesen hat als die Anlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, die durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin ginge, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

Wäre nach der entsprechenden Auffassung keine oder nur eine minimale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, würde dies bedeuten, dass die zu erwartenden Zahlungsströme aus Aktien ebenso sicher sind wie diejenigen aus Rentenpapieren. Dies kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der vielfach geäußerte Einwand fehl, bei Annahme einer Marktrisikoprämie von – etwa – 4,5 % müsse die allgemeine Aktienrendite diesen Betrag zuzüglich des Basiszinssatzes erreichen, da hierbei unterstellt würde, dass sich aus Aktien sichere, konstante Zahlungsströme ableiten lassen. Dies ist aber gerade nicht der Fall.

rrr) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % ungeachtet der Negativergebnisse aus Zeiträumen in der jüngsten Vergangenheit nicht für unplausibel.

sss) Die sich aus ökonomischer Sicht durchaus anbietende Betrachtung, inwieweit die Höhe der von einem Investor zu einem bestimmten Zeitpunkt geforderten Risikoprämie von der Höhe des allgemeinen Zinsniveaus beeinflusst wird, hat der Sachverständige in seinen ergänzenden Ausführungen vom 8. Juli 2011 behandelt (Seite 17 bis 19). Er führt diesbezüglich aus, dass zwar durchaus ein Zusammenhang zwischen Basiszinssatz und Marktrisikoprämie festgestellt werden könne, wie eine Untersuchung zu den Auswirkungen der Finanzkrise des Jahres 2008 zeige. Dieser Zusammenhang sei bisher aber weder modelltheoretisch durchdrungen, noch empirisch ergründet worden, so dass die Berücksichtigung im Rahmen einer Unternehmensbewertung nicht in Betracht komme. Bezogen auf den konkreten Fall weist er weiter darauf hin, dass die im September 2007 noch positive Einschätzung der gesamtwirtschaftlichen Lage nicht zu einer Reduzierung der Erwartungen an die Höhe der durch Aktienengagements zu erzielenden Überrenditen habe führen können. Die Kammer hielt diese Ausführungen für insgesamt überzeugend und sah vor diesem Hintergrund keine Veranlassung, die Höhe der Risikoprämie niedriger als geschehen in Ansatz zu bringen.

#### **cc) Betafaktor**

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Unternehmen nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das individuelle Unternehmen anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem dem CAPM zugrunde liegenden theoretischen Modell folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aaa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. So hat sich in Wissenschaft und Bewertungspraxis bislang keine einheitliche Auffassung dazu entwickelt, über

welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine unlängst erschienene Untersuchung zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance bis 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgeblich künftige Betafaktor zu bestimmen ist.

bbb) Die Einschätzung von [redacted] und [redacted] dass sich ein belastbarer eigener Betafaktor der MME Moviement AG nicht ermitteln lässt, wird auch vom gerichtlichen Sachverständigen [redacted] im Ergebnis bestätigt. Im Gutachten von [redacted] wird zu dieser Frage ausgeführt, dass die am Markt beobachtbaren verschuldeten Betafaktoren für die Gesellschaft im Zeitraum vom 23. Juli 2004 bis zum 20. Juli 2007 von 0,23 bis 1,71 reichen und damit stark schwanken. Unter Berücksichtigung eines statistischen Signifikanztests (t-Test) sowie des Bestimmtheitsmaßes  $R^2$  seien lediglich die für die Jahresscheibe vom 23. Juli 2004 bis 22. Juli 2005 ermittelten Werte statistisch aussagekräftig. Für diesen Zeitraum ergaben sich ein verschuldeter Betafaktor von 1,71 und ein unverschuldeter Betafaktor von 1,47. Aufgrund des zeitlichen Abstandes des für diese Jahresscheibe gewählten Zeitraums sah es [redacted] nicht als sachgerecht an, den ermittelten Betafaktor im Rahmen der Unternehmensbewertung zu verwenden. Die Kammer hielt diese Entscheidung grundsätzlich für zutreffend, da ein zu weit in der Vergangenheit liegender Betafaktor nicht geeignet ist, die Markteinschätzung hinsichtlich des Investitionsrisikos in die Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung widerzuspiegeln.

ccc) Wie die weiteren Analysen des Sachverständigen [redacted] auf anderer Grundlage zeigen, lässt sich die Validität des eigenen Börsenkurses der MME Moviement AG auch nicht unter Außerachtlassung der von [redacted] gewählten statistischen Ausschlusskriterien feststellen. Die vom Sachverständigen durchgeführte Betrachtung der Liquidität der Aktie der Gesellschaft in einem Fünfjahreszeitraum vor den 25. September 2007 hat zu dem Ergebnis geführt, dass der Handelsumsatz mit Aktien der Gesellschaft über den gesamten Zeitraum zu gering war, um eine repräsentativen Betafaktor ermitteln zu können (Gutachten Seite 79).

ddd) Damit war der in Ansatz zu bringende Betafaktor aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der MME Moviement AG vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln. Zwar liegt der wesentlichen Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens zu entnehmen sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des un-

ternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, a.a.O., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

eee) Der Sachverständige hat jedoch bei der Ermittlung sowohl der in die Peer Group aufzunehmenden Unternehmen als auch bei der Feststellung des jeweiligen Betafaktors Inkonsistenzen aufgezeigt, welche die Darstellung von in diesem Punkt als methodisch falsch und vom Ergebnis her unzutreffend erscheinen lassen.

Dies betrifft zum einen die Einbeziehung der Neue Sentimental AG in die Peer Group, da deren Tätigkeitsfeld mit demjenigen der MME Moviement AG offensichtlich weder identisch noch vergleichbar ist. Darüber hinaus hat für die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen jeweils nur eine Jahresscheibe in die Untersuchung einbezogen, wobei diese für die Mistral Media AG und die Neue Sentimental AG jeweils aus dem Jahr 2004/2005 stammt. Da die Berücksichtigung des eigenen Betas der Gesellschaft aus demselben Zeitraum wegen des zeitlichen Abstands zum Bewertungsstichtag abgelehnt wurde, erschließt sich nicht, aus welchem Grunde der gleichermaßen historische Betafaktor von Vergleichsunternehmen geeignet sein soll, das in diesem Zeitpunkt maßgebliche Risiko der Gesellschaft abzubilden.

Zu Recht weist der Sachverständige auch auf die weitere Problematik hin, dass für die Ermittlung der jeweiligen Betafaktoren auf unterschiedliche Indizes zurückgegriffen hat, was die Vergleichbarkeit der durch die Kursbewegungen indizierten Risikoeinschätzung des Marktes erschwert beziehungsweise verhindert. Die Vorgehensweise widerspricht dem theoretischen Konzept des CAPM, nach dessen Theorie alle Investoren in das gleiche Portfolio risikobehafteter Assets investiert sind (vgl. Gutachten Seite 71).

fff) Da die Ableitung der Höhe des bei der Bewertung anzuwendenden Betafaktors nicht der Einschätzung der Gesellschaft oder der Antragsgegnerin unterliegt, sondern in der Sache zutreffend zu sein hat, war der von angenommene Betafaktor zu verwerfen, da er sich nicht mehr im Rahmen des Vertretbaren bewegte.

ggg) Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat sich angesichts seiner Kritik an der Vorgehensweise von zunächst nachvollziehbar am MSCI All Country World Index als breitem weltweiten Index orientiert und die möglichen Vergleichsunternehmen einer erneuten Analyse unterzogen. Zudem hält er - anders als in deren Gutachten sich allerdings keinerlei Ausführungen zu dieser Frage finden - die Anwendung des so genannten Raw-Beta anstelle des Adjusted-Beta für zutreffend. Für den zuletzt genannten Wert wird davon ausgegangen, dass sich

das künftige Beta von Wertpapieren im weiteren Zeitablauf den Marktmedian von 1,0 annähert. Zu diesem Punkt führt der Sachverständige aus, dass für die Existenz einer solchen autoregressiven Tendenz bislang keine ökonomische Begründung gefunden worden sei. Die Begründung von Blume für die Regressionstendenz werfe lediglich neue Fragen auf, für die noch keine Antworten gefunden worden seien, so dass derzeit vermutet werden könne, dass die autoregressive Tendenz der Betafaktoren lediglich ein statistisches, nicht aber ein ökonomisches begründbares Phänomen sei. Auch die Kammer hält es nicht für vertretbar, den künftigen Betafaktor nicht allein aus dem historischen Wert abzuleiten, sondern ihn aufgrund einer empirisch bislang nicht hinreichend belegten Theorie pauschal zu erhöhen.

hhh) Die vom Sachverständigen neu gebildete Peer Group aus den Unternehmen Carrere Group, Endemol NV, Highlight Communications AG sowie Zodiak Television AB ist nachvollziehbar abgeleitet und umfasst indirekt über die Muttergesellschaft Highlight Communications AG auch die Constantin Film AG, deren fehlende Berücksichtigung von einigen Antragstellern als unverständlich gerügt worden ist. Für diese Gesellschaften ermittelt der Sachverständige einen durchschnittlichen Raw-Beta von 0,75.

iii) Da es sich bei den am Markt beobachtbaren Betafaktoren um den verschuldeten Beta handelt und der Kapitalmarkt nicht nur das operative Risiko eines Unternehmens, sondern auch das jeweilige Kapitalstrukturrisiko mit ins Kalkül zieht, muss der Betafaktor einer Peer Group zunächst auf das operative Risiko zurückgeführt werden, bevor er auf das zu bewertende Unternehmen angewendet werden kann. Diesen als „unlevern“ bezeichneten Vorgang hat der Sachverständige nach Maßgabe der auf Seite 86 seines Gutachtens wiedergegebenen Berechnungsformel durchgeführt und ist so zu einem durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktor der Peer Group von 0,67 gelangt. Dieser Wert ist in einem weiteren Schritt an das periodenspezifische Kapitalstruktur der MME Moviement AG anzupassen („relevern“), was nach den Ermittlungen des Sachverständigen zu einem in Ansatz zu bringenden Betafaktor von 0,67 bis 0,72 führt.

jjj) Die Kammer hält dieses Ergebnis auch unter Berücksichtigung der hiergegen vorgebrachten Einwände der Antragsgegnerin für nachvollziehbar, so dass es der Wertermittlung zugrunde gelegt werden konnte. Wie der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme vom 8. Juli 2011 überzeugend ausführt, lässt sich die mit Hilfe von fundamentalen Marktdaten gewonnene Höhe des Betafaktors anhand der Betrachtung des Aktienmarktes auch plausibilisieren.

So führt er zunächst zu Recht aus, dass der für die MME Moviement AG ermittelte unverschuldete Betafaktor nicht mit dem Marktmedian von 1,0 verglichen werden kann, da es sich hierbei um einen verschuldeten Wert handelt. Darüber hinaus ist angesichts der von der Antragsgegnerin in

ihrer Stellungnahme vom 14. April 2011 angestellten Betrachtungen zu den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen der Gesellschaft darauf hinzuweisen, dass der Risikozuschlag nach der Theorie des CAPM-Modells lediglich das so genannte unsystematische Risiko abdecken soll, welches durch eine Diversifizierung des Anlageportfolios nicht ausgeglichen werden kann. Auf die von der Antragsgegnerin angeführte Konditions- und Preissetzungsmacht der Sendeanstalten sowie die in Zukunft zu erwartende höhere Anteil von Produktionen, die durch Tochterunternehmen der Sender selbst produziert werden, konnte es aus diesem Grunde nicht ankommen. Diese Aspekte haben bereits Eingang in die Planung sowie die Höhe des Wachstumsabschlages gefunden, so dass eine erneute Heranziehung bei der Bemessung der Höhe des Betafaktors zu einer doppelten Berücksichtigung des sich hieraus ergebenden Risikos für die zukünftige Entwicklung der Erträge der MME Moviemment AG führen würde. Eine andere Betrachtungsweise hätte sich nur dann ergeben können, wenn erkennbar wäre, dass die Gesellschaft ganz spezifischen, individuellen Risiken ausgesetzt ist, die sich in der Marktbewertung der Peer Group nicht widerspiegeln können. Eine solche Situation war jedoch nicht ersichtlich, was auch für die von der Antragsgegnerin betonte Abhängigkeit einzelner Produktionsformate von bestimmten Persönlichkeiten gilt.

jjj) Der Sachverständige hat zudem überzeugend dargelegt, dass die MME Moviemment AG aufgrund ihrer nur geringen Anlageintensität von rund 8 % auf Nachfrageschwankungen außerordentlich flexibel reagieren kann, zumal auch das für die einzelnen Produktionen benötigte Personal nur zeitlich befristet beschäftigt wird. Dass sich unter Berücksichtigung dieser Aspekte für die Gesellschaft ein unterhalb des Marktmedian liegendes Risiko ergibt, war nachvollziehbar.

kkk) Soweit die Antragsgegnerin abweichende Betafaktoren verschiedener Analysten benennt (Seite 11 ihres Schriftsatzes vom 14. April 2011), blieb völlig offen, auf welcher Basis und für welche Zeiträume diese ermittelt worden sind. Aus den eingereichten Anlagen ergibt sich dies nicht. Der Kammer erschloss sich auch nicht, aus welchem Grund der Betafaktor der ProSiebenSat1 Media AG für diejenigen der MME Moviemment AG als Referenz herangezogen werden soll. Zwar besteht eine wirtschaftliche Abhängigkeit der Gesellschaft von Aufträgen der ProSiebenSat1 Media AG, dies hat jedoch nichts mit der Bewertung des jeweiligen unternehmensspezifischen Risikos durch den Markt zu tun. Da die ProSiebenSat 1 AG als Fernsehsender ein gänzlich anderes Geschäftsmodell besitzt als die MME Moviemment AG, käme auch deren Einbeziehung in die Peer Group nicht in Betracht, weswegen ein Vergleich der Betafaktoren keinerlei Aussagekraft besitzt.

lll) Im Ergebnis hält die Kammer den sich als Produkt von Marktrisikoprämie und Betafaktor ergebenden Risikozuschlag von 3,015 % nach Steuern unter Berücksichtigung sämtlicher Aspekte des Falls für plausibel, so dass eine weitere Auseinandersetzung mit der grundsätzlichen Frage der

Anwendbarkeit beziehungsweise Nichtanwendbarkeit des (TAX-) CAPM-Modells vorliegend nicht weiter führend wäre.

mmm) Die von einigen Antragstellern zitierte Entscheidung des BayObLG in NZG 2006, 156, 159, welche Risikozuschläge von über 2% für besonders begründungsbedürftig hält, kann bei dieser Beurteilung keine Rolle spielen, da sie noch auf der Grundlage des HFA 2/1983 ergangen und deshalb auf den hier zu beurteilenden Sachverhalt nicht übertragbar ist. Unter der Geltung dieses Bewertungsstandards ist den Risiko der Investition in ein Unternehmen nämlich vornehmlich dadurch Rechnung getragen worden, dass entweder die nach der Unternehmensplanung angenommenen Ergebnisse noch einmal explizit mit einem Risikoabschlag versehen oder umgekehrt der Kalkulationszinsfuß um einen pauschalen Risikozuschlag erhöht wurde. Vor allem in der zuerst genannten Alternative muss der Risikozuschlag naturgemäß geringer ausfallen als bei einer vollständigen Abbildung im Kapitalisierungszinssatz.

#### **dd) Wachstumsabschlag**

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein so genannter Wachstumsabschlag abzusetzen.

aaa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG, Rz. 23). Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstanter finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595; Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG). Zudem sind auch in der Phase II mengenmäßige Steigerungen oder auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

In der gerichtlichen Praxis sind für die Höhe der angenommenen Wachstumsabschläge Prozentsätze zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 23 Anh. § 11 SpruchG; durch

den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

bbb) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlags maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese, wie einige Antragsteller meinen, die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass es bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls dürfte der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen sein (so Piltz, a.a.O., S. 179).

Ein alleiniger Rückgriff auf die Inflationsrate dürfte auch bereits aus dem Grund zu kurz greifen, dass im Basiszinssatz bereits eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze, anders als von einigen Antragstellern behauptet, nicht von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden kann. Zum anderen ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Auch der IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüssen sein kann, da es auf die Situation im konkreten Bewertungsfall ankomme. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG).

Darüber hinaus ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente regelmäßig angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben.

ccc) hat in ihrem Bewertungsgutachten für die MME Moviement AG einen nach den obigen Maßstäben durchschnittlichen Wachstumsabschlag von 1 % angenommen und dies mit dem erwarteten geringeren Wachstum der Fernsehproduktionsunternehmen im Verhältnis zu dem von Branchenexperten für die Jahre 2006 bis 2011 mit 1,6 % projektierten Wachstum des gesamten Fernsehmarktes begründet. Diese Annahme ist vom gerichtlich bestellten Sachverständigen als zutreffend bestätigt worden. Der Markt der Fernsehproduktionen sei als stagnierend oder nur leicht wachsend einzuschätzen, da die Abnehmerseite stark konzentriert sei und oligopolistische Strukturen aufweise, während die Produzenten relativ klein seien. Daraus ergebe sich eine Kondi-

tions- und Preissetzungsmacht der Sender, welche die Wachstumserwartungen auf Produzenten-  
seite einschränke.

ddd) Die Kammer schließt sich dieser Wertung vollumfänglich an. Zwar wollen einige Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre einen höheren Wachstumsabschlag annehmen. Auf welcher konkreten Grundlage sich eine positivere Entwicklung der MME Moviement AG ergeben könnte, die zu einem deutlicheren Wachstum führt, haben die Antragsteller aber nicht nachvollziehbar begründen können.

So hielt die Kammer die Einschätzung des Sachverständigen zur Situation der Gesellschaft für nachvollziehbar. Vor diesem Hintergrund war nicht zu erwarten, dass Produktionsgesellschaften wie die MME Moviement AG in gleichem Umfang wie die Fernsehsender selbst vom künftigen Wachstum des Fernsehmarktes werden profitieren können. Dies erklärt sich bereits aus dem vom Sachverständigen betonten Umstand, dass die Sender nicht gezwungen sind, zur Beschaffung von Programminhalten auf externe Auftragsproduzenten zurückzugreifen. Vielmehr können neue Inhalte durch eine eigene Produktion auf Senderseite erstellt werden, wobei die Antragsgegnerin auf die im Bewertungsstichtag in Gang gesetzten Bestrebungen der Pro7/Sat1-Gruppe verwiesen hat, Produktionen künftig der eigenen Tochtergesellschaft RedSeven zu überlassen. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, Lizenzware aus dem Ausland – hier vornehmlich aus den USA – einzukaufen oder vorhandenes Material durch Wiederausstrahlung erneut zu verwerten.

Ein Wachstumsabschlag zwischen 1,5 % und 4,0 %, wie er von einigen Antragstellern als zutreffend angenommen wird, war vor diesem Hintergrund nicht darstellbar.

## **9. Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern**

Keine Bedenken bestehen gegen die von der Sachverständigen vorgenommene Kürzung der erwarteten Erträge sowie des Basiszinssatzes um die persönlichen Ertragsteuern. 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.

a) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektiver und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit,

einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

b) Entsprechend sind für die nach dem 1. Januar 2009 geplanten Ausschüttungen persönlichen Steuern in Höhe des Abgeltungssteuersatzes von 25 % zuzüglich des Solidaritätszuschlags zu berechnen, für den vor diesem Datum liegenden Zeitraum der in der Bewertungspraxis gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz von 35 %, der keinen grundlegenden methodischen Einwänden begegnet (vgl. auch OLG Düsseldorf, BeckRS 2006, 07149; OLG München, NJOZ 2006, 3010, 3015).

c) Für die Thesaurierungsbeiträge, die in der Planung den Anteilseignern fiktiv zugerechnet werden, hat trotz der ab dem 1. Januar 2009 für Wertsteigerungen eingreifenden Kursgewinnbesteuerung eine Steuerquote von „null“ angenommen. Dieser Ansatz ist von der Antragsgegnerin im Rahmen dieses Verfahrens zwar nachträglich beanstandet worden, vom Sachverständigen in seinen ergänzenden Ausführungen vom 8. Juli 2011 aber ausdrücklich als sachgerecht bestätigt worden. Zwar unterlägen die Wertbeiträge aus Thesaurierung grundsätzlich einer Steuerbelastung beim Anteilseigner. Durch die Sonderregelungen für „Alterwerber“ sei es aber für Bewertungsstichtage, die vor dem 31. Dezember 2008 liegen, sinnvoll, die Veräußerungsgewinnbesteuerung unberücksichtigt zu lassen. Dem schließt sich die Kammer an, da auch hier eine Typisierung hinsichtlich der Frage von Erwerbszeitpunkt und Haltedauer der Aktien erforderlich ist, auch wenn die den einzelnen Aktionär konkret treffende Steuerbelastung nicht festgestellt werden kann.

Dieser Wertung schließt sich die Kammer in vollem Umfang an.

## **10. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG). Dieses ist regelmäßig mit seinem Liquidationswert in Ansatz zu bringen (vgl. BayObLG, NZG 1998, 946). Hierbei handelt es

sich um den Erlös, der sich erzielen lässt, wenn sämtliche Gegenstände des Unternehmens veräußert werden (Summe der Einzelveräußerungspreise nach Abzug von Schulden, Liquidationskosten und eventuellen Steuern).

a) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.

b) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen der MME Moviement AG bestand gemäß den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen aus den Beteiligungen der Gesellschaft an der Star! Entertainment Factory GmbH und der ShowNet GmbH sowie aus dem Verkaufserlös der am 21. August 2007 veräußerten ME, MYSELF and SOMEBODY ELSE GmbH. Die jeweiligen Werte wurden vom Sachverständigen als für den Unternehmenswert unwesentlich qualifiziert, was angesichts der von ihm auf Seite 92 des Gutachtens festgestellten absoluten Zahlen nachvollziehbar ist.

c) Die zum Bewertungsstichtag erwarteten liquiden Mittel der Gesellschaft in Höhe von 6,1 Mio. € konnten nach den Ausführungen des Sachverständigen nicht als Vermögen angesehen werden, welches frei entnommen werden konnte. Unter Berücksichtigung der geplanten Investitionen, der geplanten Rückführung von Fremdkapital sowie der vorgesehenen Dividendenausschüttungen musste der verbleibende Betrag von 2,5 Mio. € als notwendige Liquiditätsreserve angesehen werden.

d) Darüber hinaus gehende Vermögenswerte der Gesellschaft, die einer Veräußerung zugänglich wären, waren weder ersichtlich noch ist das Vorhandensein solchen Vermögens von den Antragstellern substantiiert behauptet worden.

## **11. Zinssatz und Ertragswertberechnung**

Damit waren für die Zusammensetzung des Kapitalisierungszinssatzes ein einheitlicher Basiszinssatz von 4,67 % vor Steuern sowie eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 4,5 % in Verbindung mit einem Betafaktor von 0,67 heranzuziehen. Nach Abzug der typisierten Ertragssteuer von 35 % beziehungsweise 25 % ergab sich für die Detailplanungsphase der Jahre 2008 bis 2012 mithin ein Zinssatz von 6,30 % bis 6,45 % und für die Phase der ewigen Rente unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlags von 1,0 % ein solcher von 5,45 %.

a) Hieraus ergab sich, aufbauend auf den oben bereits dargestellten Erträgen je Periode, die nachfolgende Berechnung für den Ertragswert:

Angaben in:	T €	Phase I					Phase II
		2008	2009	2010	2011	2012	
<b>Ergebnis vor Zinsen und Ertragsteuern (EBIT)</b>		6.040	7.628	8.355	9.338	9.877	9.976
Zinsergebnis		-418	-255	-81	58	50	51
<b>Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)</b>		5.622	7.373	8.274	9.395	9.927	10.027
Ertragsteuern		-1.179	-2.096	-2.330	-2.658	-3.021	-3.051
<b>Ergebnis nach Unternehmensteuern</b>		4.443	5.277	5.944	6.737	6.906	6.975
Minderheitenanteile		-18	-13	-19	-28	-37	-37
Thesaurierung / Auflösung Gewinnrücklagen		-4.425	-5.264	-3.226	0	0	-36
<b>Ausschüttungspotential</b>		0	0	2.700	6.709	6.870	6.902
davon pauschale Thesaurierung		0	0	0	3.632	3.719	3.933
Persönliche Steuern auf pauschale Thesaurierung		0	0	0	0	0	0
davon Ausschüttung		0	0	2.700	3.078	3.151	2.970
Persönliche Steuern auf Ausschüttung		0	0	-712	-812	-831	-783
<b>Zu kapitalisierendes Ergebnis</b>		0	0	1.988	5.898	6.039	6.119
Periode		1	2	3	4	5	
Kapitalisierungszinssatz vor persönlichen Steuern		6,30%	6,62%	6,61%	6,46%	6,45%	5,45%
Barwertfaktor		0,9408	0,8824	0,8277	0,7775	0,7304	13,3904
<b>Barwerte</b>		0	0	1.645	4.585	4.410	81.939
<b>Ertragswert zum 31. August 2007</b>		92.580					
Ertragswert zum Beginn der Periode (Roll Back)		92.580	98.408	104.921	109.865	111.059	112.189
Zinstage bis zum 25.09.2007		25					
Aufzinsungsfaktor		1,0042					
<b>Ertragswert zum 25. September 2007</b>		92.968					
<b>Sonderwerte</b>							
Synergien gemäß § 25 Abs. 1 Nr. 1 S. 1 AktG zum 25.09.2007							3.466
<b>Unternehmenswert zum 25.09.2007</b>							96.434
Anzahl Aktien (ohne eigene Anteile)							11.179.014
<b>Wert je Aktie in €</b>							8,63

b) Für die Stückaktie der MME Moviement AG ergibt sich mithin nach Auffassung der Kammer eine angemessene Abfindung von 8,63 €.

c) Den Einwand der Antragsgegnerin, ein gegenüber der im Vertragsbericht enthaltenen Bewertung der MME Moviement AG höherer Ertragswert sei letztlich nur auf die Verwendung anderer Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes zurückzuführen, obwohl die von § 25 Abs. 1 Nr. 1 S. 1 AktG in Ansatz gebrachten Werte vertretbar seien, hielt die Kammer nicht für stichhaltig.

Außerhalb der Unternehmensplanung genügt es aufgrund der den Gerichten zugewiesenen Aufgabe, die Höhe der vollen Entschädigung zu ermitteln, welche den Minderheitsaktionären für den Verlust ihrer Rechtsposition zusteht, nicht, die vom Mehrheitsaktionär vorgelegte Unternehmensbewertung lediglich auf ihre Vertretbarkeit hin zu untersuchen.

Ein entsprechender Aspekt mag zwar eine Rolle spielen, wenn es um die von der Antragsgegnerin gleichfalls angesprochene Frage geht, ob angesichts der Schätzungenauigkeiten, welche einer Unternehmensbewertung immanent sind, der Ausspruch marginaler Erhöhungen von Abfindung und Ausgleich im Spruchverfahren unterbleiben kann. Ein Beurteilungsspielraum bei der Höhe des Kapitalisierungszinssatzes ist dem Mehrheitsaktionär aber grundsätzlich nicht zuzugestehen. Dies gilt angesichts der Hebelwirkung, welche der Kapitalisierungszinssatz im Rahmen des Ertragswertverfahrens besitzt, erst recht hinsichtlich dessen einzelner Komponenten. Wollte man hier jeweils einen gerade noch vertretbaren Wert für zulässig halten, würde durch die additive Wirkung die „volle Entschädigung“ regelmäßig verfehlt (mit ähnlichen Argumenten gegen die Kumulation von „Günstigkeitsentscheidungen“ für die Minderheitsaktionäre OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, Tz. 188 nach juris).

Die tatsächlichen Grundlagen der Unternehmensbewertung müssen nämlich richtig und nicht nur plausibel sein. Dies bezieht sich jedenfalls neben den Daten der Vergangenheit und Gegenwart wie beispielsweise Umsätze oder Jahresergebnisse, auch auf Zinssätze und -strukturen oder Börsenkurse; diese dürfen einer unternehmerischen Entscheidung nicht abweichend von den tatsächlichen Werten und Daten zugrunde gelegt worden sein (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Oktober 2010, 20 W 16/06, BeckRS 2010, 25689). Dies gilt nach Überzeugung der Kammer auch für fundamentalanalytische Marktdaten wie den Betafaktor und letztlich auch für den Risikozuschlag insgesamt.

## **11. Börsenkurs**

Die Berücksichtigung des Börsenkurses der MME Moviement AG konnte nicht zur Festsetzung einer – noch – höheren Barabfindung führen. Für die Bestimmung der Höhe des Ausgleichs war der Börsenkurs ohnehin von vornherein unbeachtlich, da es insoweit allein auf die Ertragsaussichten der beherrschten Gesellschaft ankommt.

Der gewichtet Durchschnittskurs der Aktien der MME Moviement AG lag in dem Dreimonatszeitraum, der mit dem 3. Mai 2007 endete, bei 6,68 € und damit unterhalb des sich nach der Ertragswertmethode ergebenden Abfindungsbetrages pro Stückaktie.

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre im Rahmen des § 305 Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können. Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie“ deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs.

c) Die Zivilgerichte sind dabei gehalten, durch die Wahl eines entsprechenden Referenzkurses Manipulationen des Börsenkurses zu begegnen.

aa) Der Bundesgerichtshof hat in seiner Entscheidung vom 12. März 2001 (NJW 2001, 2080) hierzu ausgeführt, dass aus Gründen der Rechtssicherheit auf den auf den Stichtag der Hauptversammlung bezogenen Durchschnittskurs der vorangegangenen drei Monate abzustellen ist. Auf diesen Beschluss nehmen diejenigen Antragsteller Bezug, die eine unzutreffende Ermittlung des maßgeblichen Börsenkurses durch die Antragsgegnerin rügen.

bb) Diese Entscheidung ist allerdings zum einen nicht unumstritten geblieben und wurde in der Literatur überwiegend abgelehnt. Aber auch das Kammergericht hat bereits im Jahr 2007 entschieden, dass bei grundsätzlicher Beachtung der genannten Rechtsprechung des BGH auf einen Referenzzeitraum abzustellen ist, der drei Monate vor der (ersten) Veröffentlichung der Abfindungskonditionen liegt (vgl. Kammergericht, NZG 2007, 71, 72). Zuvor hatte bereits das Oberlandesgericht Stuttgart einen identischen Zeitraum für maßgeblich gehalten (Beschluss vom 16. Februar 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 03081).

cc) Zum anderen hat der BGH seine Entscheidung aus dem Jahr 2001 nunmehr revidiert und vertritt jetzt die Auffassung, dass der Börsenwert nach dem gewichteten durchschnittlichen inländischen Börsenkurs während der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung, die nicht notwendig eine Bekanntmachung im Sinne des § 15 WpHG sein muss, zu bestimmen ist. Der entsprechende Zeitraum endet damit im vorliegenden Fall am 3. Mai 2007, da die MME Moviement AG am 4. Mai 2007 über den beabsichtigten Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin informiert hat.

dd) In Übereinstimmung mit den kritischen Stimmen in Literatur und Rechtsprechung vertritt der BGH jetzt die Auffassung, dieser Zeitraum sei besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu ermitteln, als ein mit dem Tag der Hauptversammlung endender Referenzzeitraum, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt habe. Der Tag der Hauptversammlung liege zwar besonders nahe an dem nach für die Bewertung maßgebenden Tag, sei aber als Stichtag des Referenzzeitraums nicht geeignet, weil der Börsenkurs in dem Zeitraum davor regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und weil mit einer Bemessung nach dieser 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 innerhalb des Dreimonatszeitraums liegt, nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert. Dabei werde er in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder – als Lästigkeitswert – im Anfechtungsprozess häufig leicht überschritten (vgl. hierzu KG, NZG 2007, 71; OLG Stuttgart, NZG 2007, 302). Der angebotene Preis für die Aktie werde sicher erreicht, ungewiss sei lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder schon im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchzusetzen sei. Schon vor der Bekanntgabe des Abfindungsangebots ändere sich mit der Bekanntgabe der Maßnahme die Börsenbewertung von der Erwartung an den künftigen Unternehmenswert hin zur Erwartung an die künftige Abfindung oder den künftigen Umtauschkurs, was nicht selten zu heftigen Kursauschlägen führe. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegele der ermittelte Börsenkurs nicht mehr – wie geboten – den Preis wider, den der Aktionär ohne die zur Entschädigung verpflichtende Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst

hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bildet, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne (vgl. BGH, NZG 2010, 939, 941 f. –STOLLWERCK).

ee) Die Kammer hält diese Entscheidung aus den vom BGH näher erläuterten Gründen für zutreffend. Damit ist dem Argument der Antragsteller, ein mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme endender Referenzzeitraum, wie ihn herangezogen habe, widerspreche der obergerichtlichen Rechtsprechung, die Grundlage entzogen.

ff) Gegen die Ermittlung des maßgeblichen Durchschnittskurses durch auf Basis der Veröffentlichung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht haben sich die Antragsteller im Übrigen nicht gewandt, wobei insoweit auch keine Fehler zu erkennen waren.

gg) Eine Anpassung des auf den Zeitpunkt der Bekanntgabe des Abschlusses des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages gemittelten Börsenkurses im Sinne der STOLLWERCK-Rechtsprechung des BGH war vorliegend nicht geboten. Es fehlte bereits an einem „längeren Zeitraum“ zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 29. März 2007 und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung am 25. September 2007. Der entsprechende Zeitraum beträgt vorliegend knapp sechs Monate. Hierbei handelt es sich um einen für die Vorbereitung und Durchführung eines Unternehmensvertrages nicht unüblichen Zeitraum, dessen Verkürzung sich unter Berücksichtigung des Fristenregimes des Aktienrechts kaum erreichen lassen dürfte (vgl. auch Goette, DStR 2010, 2579, 2587). Zudem war auch nicht ersichtlich, dass die Minderheitsaktionäre der MME Moviement AG von einer besonders positiven allgemeinen Börsenkursentwicklung ausgeschlossen worden wären.

d) Soweit die Antragsgegnerin geltend macht, die Höhe des Börsenkurses zeige, dass die Annahme eines deutlich darüber hinausgehenden Ertragswerts nicht plausibel zu begründen sei, vermochte dies die Kammer nicht zu überzeugen. Wie den obigen Ausführungen zu entnehmen ist, handelt es sich beim Börsenwert unter verfassungsrechtlichen Gesichtspunkten lediglich um die Untergrenze der zu gewährenden Abfindung, nicht aber um eine Begrenzung auch nach oben. Zwar mögen erhebliche Abweichungen zwischen Börsenkurs und den nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert pro Aktie Anlass zu einer näheren Betrachtung der Gründe bieten. Aufgrund des Umstandes, dass es sich beim Börsenkurs um eine Marktbewertung aus der Außenperspektive handelt, beim Ertragswert aber die Innenperspektive der maßgebliche Gesichtspunkt ist, kann ein gegenüber dem Börsenwert höherer Ertragswert grundsätzlich nicht überraschen. Bei der Bewertung aus der Innensicht des Unternehmens stehen regelmäßig mehr In-

formationen zur Verfügung als bei der Einschätzung des Wertes eines Unternehmens aus der Sicht von Analysten und Investoren.

## **12. Liquidationswert**

Eine Gesamtbewertung des Unternehmens auf der Grundlage von Liquidationswerten hatte nicht zu erfolgen, so dass der Einwand des Fehlens einer Wertermittlung auf dieser Grundlage nicht durchgreifen konnte.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist zwar anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs, kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 47 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: Die MME Moviement AG soll auf längere Sicht profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig nicht unerheblich übersteigen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Ebenso wenig war eine im Branchenvergleich besonders geringe Ertragskraft der Gesellschaft ist ersichtlich oder dargetan.

## **13. Substanzwert**

Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung regelmäßig ungeeignet (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 240); er musste aus diesem Grunde auch für die MME Moviement AG nicht ermittelt werden. Zudem handelt es sich wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und bewertbaren im Unternehmen vorhandenen immateriellen Werte lediglich um einen Teilrekonstruktionswert. Auch in der Betriebswirtschaftslehre wird dem Sub-

stanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung daher kein selbstständiger Aussagewert beigemessen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, a.a.O., Anh § 11 Rz. 52).

#### **14. Vorerwerbspreise**

Eine Erhöhung des Abfindungsbetrages konnte sich nicht aus den Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin als herrschendes Unternehmen in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der MME Moviement AG gezahlt hat.

Die Berücksichtigung derartiger Entgelte ist verfassungsrechtlich nicht geboten, da sie regelmäßig über dem marktüblichen Preis liegen, weshalb hieraus grundsätzlich nicht der (objektive) Verkehrswert der Aktien abgeleitet werden kann. Der vom Mehrheitsaktionär gezahlte Erwerbspreis hängt von seinem bisherigen Beteiligungsbesitz, seinen strategischen Absichten und insbesondere vom konkret zu erzielenden Grenznutzen, also den durch den (Ergänzungs-)Kauf erhofften finanziellen Vorteilen ab (vgl. zutreffend OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195).

Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen zwar umstritten. Auch aus rein aktienrechtlicher Sicht sieht die Kammer für deren Berücksichtigung aber gleichfalls keinen zwingenden Grund, weil zwischen dem Preis einzelner Aktien oder auch Aktienpaketen und dem Wert des Gesellschaftsunternehmens kein unmittelbarer Zusammenhang besteht (so auch Hüffer, a.a.O., Rz. 21 zu § 305 AktG). Dies gilt auch für die zum Teil geäußerte Vermutung, dass in dem Preisaufschlag, den der Mehrheitsaktionär zu entrichten bereit ist, die von diesem vermuteten Synergien zum Ausdruck kommen.

#### **15. Ausgleich**

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag für die außen stehenden Aktionäre, die nicht aus der Gesellschaft ausscheiden wollen, einen angemessenen Ausgleich durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Der Ausgleich soll den Verlust des mitgliedschaftlichen Dividendenrechts kompensieren, der infolge eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag dadurch entsteht, dass das Dividendenrecht leerläuft (vgl. MünchKomm/Bilda, AktG, 3. Aufl., Rz. 7 zu § 304 AktG). Wirtschaftlich tritt der Ausgleich an die Stelle der jetzt nicht mehr geschuldeten Dividende.

Als Ausgleichszahlung ist mindestens die jährliche des Betrages zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte, § 304 Abs. 2 AktG. Die künftigen Erträge finden ihren Niederschlag im Ertragswert des Unternehmens (vgl. auch KölnKomm/Koppensteiner, AktG, 3. Aufl., Rz. 50 zu § 304 AktG), welcher unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls, das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens auf seine Anteilseigner repräsentiert. Entscheidend ist vor allem die zukunftsorientierte Betrachtung, weil die Aktionäre so gestellt werden sollen, als ob der Unternehmensvertrag nicht bestünde (vgl. Hüffer, Rz. 8 zu § 304 AktG).

Die Ausgleichszahlung gemäß § 304 AktG wird auf dieser Grundlage durch die Verrentung des Unternehmenswerts ermittelt. Dieser konnte vorliegend ohne Weiteres aus dem für die Höhe der Abfindung maßgeblichen Wert abgeleitet werden. Zwar finden sich in diesem Betrag Thesaurierungen wieder, bei denen es sich grundsätzlich um freie Rücklagen handelt. Da diese jedoch fiktiv den Anteilseignern zugerechnet werden, war es nicht erforderlich, für den Zweck der Feststellung der Höhe des Ausgleichs ein Vollausschüttungsszenario zu berechnen.

a) Aus der Funktion des Ausgleichs als Substitut für die Dividende folgt nach Auffassung der Kammer ohne Weiteres, dass im Gegensatz zur Abfindung kein Rückgriff auf den Börsenkurs erfolgen kann. Der Börsenkurs steht für den Wert der Aktie am Stichtag insgesamt. Dieser kann, muss aber nicht dem Durchschnitt der künftigen Gewinnerwartungen entsprechen, der nur über den Ertragswert ermittelt werden kann. Das im Börsenkurs zum Ausdruck kommende Desinvestitionsinteresse kann nicht maßgeblich sein (vgl. auch OLG Hamburg, AG 2003, 583, 585), zumal sich der Minderheitsaktionär, dem ein Ausgleich zusteht, jedenfalls zunächst gerade gegen eine Desinvestition entschieden hat.

b) In seiner Grundsatzentscheidung vom 21. Juli 2003 (NZG 2002, 1017 ff –Ytong) führt der Bundesgerichtshof aus, dass den außenstehenden Aktionären als fester Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftssteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. Diesbezüglich wird erläutert, dass als erwirtschafteter Gewinn das Ergebnis vor Körperschaftssteuer anzusehen ist, von dem die Körperschaftssteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist.

c) Bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs ist danach auf den Bruttogewinnanteil je

Aktie abzustellen. Bei dem nachfolgenden Abzug der gesetzlich vorgegebenen Körperschaftssteuer muss zudem auch die gesetzlich bestimmte Höhe des Solidaritätszuschlages berücksichtigt werden (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156).

d) Bei der Verrentung hält die Kammer einen Zinssatz von 4,95 % für angemessen. Eine Anwendung des für die Berechnung der Abfindung herangezogenen Zinssatzes in voller Höhe hält sie nicht für geboten. Die ihren Anteil haltenden Minderheitsaktionäre sind während der Dauer des Unternehmensvertrages nicht mit dem Risiko schwankender Dividenden belastet, sondern erhalten eine ihrer Höhe nach fixe Ausgleichszahlung. Allerdings sind diese Zahlungen auch mit Risiken behaftet. So besteht bei einem Gewinnabführungsvertrag zum einen das Risiko der Vertragsbeendigung mit der sich anschließenden Frage, in welcher wirtschaftlichen Verfassung sich das beherrschte Unternehmen befindet. Im Fall einer nachhaltigen Schwächung der Ertragskraft des Unternehmens während der Vertragslaufzeit besteht die Unternehmensbeteiligung an einem im Wert geminderten Unternehmen fort. Zum anderen trägt der Minderheitsaktionär das Bonitätsrisiko des Mehrheitsaktionärs als Schuldner der Ausgleichszahlung. Diese Risiken können nach Ansicht der Kammer aber nicht den Unwägbarkeiten gleichgesetzt werden, die mit der ungeschmäleren wirtschaftlichen Beteiligung an einem arbeitenden Unternehmen und der entsprechenden Unsicherheit verbunden sind, ob und in welcher Höhe es zu Zuflüssen an die Aktionäre kommt.

e) Der Verringerung des Risikos ist durch einen geringeren Risikozuschlag beim Verrentungszins Rechnung zu tragen. Dies erfolgt üblicherweise (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 16. Juli 2010 - 5 W 53/09; OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 - 5 W 52/09; OLG München, AG 2008, 28, 32) - wie vorliegend auch - anhand eines Mittelwertes aus dem risikolosen Basiszins und dem Kapitalisierungszins. Eine solche, sachgerechte Erfassung der geringeren Gefahr schwankender Zahlungen stellt - entgegen der Auffassung einiger Antragsteller - keine Ungerechtigkeit zulasten der außenstehenden Aktionäre dar. Im Gegenteil würde die Vernachlässigung dieses gesunkenen Risikos dazu führen, dass die Ausgleichszahlung gegenüber der baren Abfindung zu hoch ausfiele und damit zu einer Benachteiligung der Aktionäre führte, die in dem nunmehr beherrschten Unternehmen nicht verbleiben möchten.

f) Der gerichtliche Sachverständige führt in seinem Gutachten zutreffend aus, dass nach dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages die Annahme geboten ist, dass es sich nicht lediglich um eine vorläufige Maßnahme handelt, sondern dass der Vertrag jedenfalls mittelfristig Bestand haben soll (Gutachten Seite 99). Ferner stimmt die Kammer ihm in seiner Einschätzung zu, dass der Vergleich der nach § 304 AktG geschuldeten Ausgleichszahlung mit einer Unternehmensanleihe zu kurz greift, da die oben geschilderten Risiken den Inhaber einer Unternehmensanleihe nicht in vollem Umfang treffen, da er ausschließlich das Zah-

lungsausfallrisiko trägt. Aus diesem Grunde kann das im Rahmen der Berechnung der Ausgleichszahlung zu bewertende Risiko nicht mit den am Markt zu beobachtenden Credit Spreads von Unternehmensanleihen der herrschenden Gesellschaft gleichgesetzt werden. Die in der Praxis angewandte Mittelwertbildung zwischen Basiszinssatz und (vollem) Kapitalisierungszinssatz führt daher zu einem praktikablen und sachgerechten Ansatz, so lange im Einzelfall keine Umstände ersichtlich sind, die für ein höheres Risiko sprechen.

g) Solche waren hier für die Kammer aber nicht ersichtlich. Die gemäß dem Beweisbeschluss vom 7. April 2009 vom Sachverständigen durchgeführte Analyse des Insolvenzrisikos der hat keine Anhaltspunkte für ein erhöhtes Risiko hinsichtlich der den Minderheitsaktionären zugesicherten Ausgleichszahlungen ergeben. Vielmehr führt der Sachverständige im Ergebnis aus, dass das Insolvenzrisiko des beherrschenden Unternehmens zutreffend im Verrentungsfaktor berücksichtigt worden ist.

h) Aus der angesprochenen Entscheidung des BGH lässt sich nicht folgern, dass bei der Verrentung im Rahmen des § 304 AktG regelmäßig der Kapitalisierungszinssatz in ungeschmälerter Höhe Verwendung finden muss. Zwar ist die Berechnung im vom BGH entschiedenen Fall mit dem vollen risikoadjustierten Zinssatz erfolgt. Der Senat hat sich in seiner Entscheidung jedoch nicht näher mit der rechtlich gebotenen Art und Weise der Berechnung des angemessenen Verrentungszinssatzes auseinandergesetzt. Offensichtlich stand diese Frage im zu entscheidenden Sachverhalt nicht in Streit.

i) Damit ergibt sich für die Höhe des Ausgleichs die nachfolgend wiedergegebene Berechnung:

Unternehmenswert zum 25. September 2007 in T €	96.434
multipliziert mit Verrentungsfaktor (4,95 %) in T €	4.773
Anzahl der Stückaktien	11.179.014
Jährlich Ausgleichszahlung pro Stückaktie in €	0,427
zuzüglich persönlicher Einkommensteuer (26,375 %) in €	0,153
<b>Jährliche Netto-Ausgleichszahlung in €</b>	<b>0,58</b>
zuzüglich Solidaritätszuschlag und Körperschaftsteuer in €	0,11
<b>Jährliche Brutto-Ausgleichszahlung in €</b>	<b>0,69</b>

## 16. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne Weiteres aus der Vorschrift des § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG. Von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003, 30331282). Ein solcher Fall lag hier angesichts der Begründetheit der Anträge aber nicht vor.

c) Es entsprach angesichts der mit diesem Verfahren erzielten deutlichen Verbesserung der von der Antragsgegnerin zu zahlenden Kompensation darüber hinaus der Billigkeit, dass die Antragsgegnerin auch die notwendigen außergerichtlichen Auslagen der Antragsteller zu tragen hat, § 15 Abs. 4 SpruchG. Hiervon waren nach Auffassung der Kammer auch die außergerichtlichen Aufwendungen des Antragstellers zu 13) nicht auszunehmen, da durch die Antragstellung auch gegen die nicht passiv legitimierte MME Moviemment AG weder im gerichtlichen Verfahren noch darüber hinaus besonderen Kosten entstanden sind.

## **17. Weitere Nebenentscheidungen**

Weiterer Aussprüche bedurfte es im hiesigen Verfahren nicht. Insbesondere war keine Entscheidung über die Verzinsung der Ansprüche der Minderheitsaktionäre oder über den Zeitpunkt der Fälligkeit des Ausgleichs zu treffen.

Gegenstand des Spruchverfahrens ist grundsätzlich nur die Überprüfung der Angemessenheit von vertraglich vereinbartem Ausgleich und Abfindung. Der im Spruchverfahren ergehende Beschluss ist kein Vollstreckungstitel. Über die Verzinsung als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs hat daher im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilsinhaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann. Die gesetzliche Verzinsung des § 305 Absatz 3 Satz 3 AktG mag klarstellend aufgenommen werden, sie muss es aber nicht (vgl. BGH, NZG 2003, 1017; streitig: für eine Tenorierung: OLG Düsseldorf, NZG 2005, 280; dagegen etwa Hüffer, a.a.O., Rz. 26a zu § 305 AktG).