

3-5 O 31/16

LANDGERICHT FRANKFURT AM MAIN

BESCHLUSS

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der  
Piper + Jet Maintenance AG

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main nach mündlicher Verhandlung vom 21.8.2018

durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht  
und die Handelsrichter und am 19.9.2018 beschlossen:

**Der angemessene Abfindungsbetrag gem. § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Piper + Jet Maintenance AG wird auf jeweils EUR 5,15 für eine Aktie der Piper + Jet Maintenance AG festgesetzt.**

**Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.**

**Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens zu erstatten.**

**Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt EUR 200.000,-- festgesetzt.**

**Die Beschwerde wird nicht zugelassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt.**

## I.

Die Piper + Jet Maintenance AG (im Folgenden PJM) war im Jahre 2015 eine Aktiengesellschaft nach deutschem Recht, was sie auch jetzt noch ist. Sie hatte ihren Sitz in Calden und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Kassel unter HRB 15160 eingetragen. Das Geschäftsjahr beginnt am 1. Oktober eines Jahres und endet am 30. September des folgenden Jahres. Der satzungsmäßige Gegenstand des Unternehmens war und ist neben der Verwaltung eigenen Vermögens der Handel mit Flugzeugen und Flugzeugersatzteilen sowie die Wartung von Flugzeugen. Das Grundkapital der PJM betrug im Jahre 2015 (und beträgt) EUR 600.000,- und war und ist in 600.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt. Die Aktien wurden im Freiverkehr der Börse Berlin gehandelt- Die PJM hatte 2015 ca. 16 Mitarbeiter.

Im Jahr 2015 gehörten der Antragsgegnerin 577.108 Stückaktien der PJM, d.h. 96,18 %.

Die Antragsgegnerin hat als Hauptaktionärin gegenüber dem Vorstand der PJM mit Schreiben vom 26. Mai 2015 verlangt, dass die Hauptversammlung der PJM auf der Grundlage der §§ 327a ff. AktG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre der PJM auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionär gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen solle. Nach Abschluss der Bewertungsarbeiten hat die Antragsgegnerin dem Vorstand die festgelegte Barabfindung von EUR 3,20 je Stückaktie mit Schreiben 28.9.2015 und ihr Verlangen vom 26.5.2015 konkretisiert.

Für die Ermittlung einer angemessenen Abfindung hatte die Antragsgegnerin

mit einem Bewertungsgutachten beauftragt, das eine Abfindung je Aktien nach dem Ertragswert von EUR 2,84 auf einen Stichtag 31.3.2015 ermittelte, wobei bei der Kapitalisierung ein Basiszins von 1,0 % vor pers. Steuern (0,76 % n. Steuern), eine Marktrisikoprämie von 5,5 % n. Steuern, der mittels einer peer group ermittelte Beta-Faktor 1,05 und der Wachstumsabschlag mit 0,4 % angesetzt wurde.

Wegen der Einzelheiten wird auf den in Ablichtung zu der Akte gereichten gutachterliche Stellungnahme zum Bericht der Hauptaktionärin verwiesen

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 29.5.2015 – 3-05 O 85/15 –

zum sachverständigen Prüfer (im Folgenden Prüfer) für die Angemessenheit der Barabfindung nach § 327b AktG bestellt. In deren Prüfbericht vom 31.1.2012 wird eine Angemessenheit der vorgesehenen Abfindung von EUR 3,20 für einen Tag der Hauptversammlung 30.9.2015 bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den zu

der Akte gereichten Prüfbericht vom 12.8.2015 (Anlage zum Bericht der Hauptaktionärin) verwiesen.

In der Hauptversammlung der PJM vom 11.11.2015 wurde die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre an die Antragsgegnerin zu einem Preis von EUR 3,20 beschlossen. Die Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre in das Handelsregister erfolgte am 25.1.2016 und wurde auch an diesem Tage bekannt gemacht. Zu diesem Zeitpunkt wurden 22.869 Aktien der PJM AG nicht von der Antragsgegnerin direkt oder mittelbar gehalten

Die Antragsteller und der Vertreter der außenstehenden Aktionäre wenden sich gegen die Angemessenheit der Abfindung. Der in der Hauptversammlung beschlossene Betrag je Vorzugs- und Stammaktie von EUR 3,20 sei keine angemessene Abfindung i. S. d. §§ 327a Abs. 1, 327b Abs. 1 AktG. Es wird geltend gemacht, die ihm Übertragungsbericht zugrunde gelegte Planung sei zu pessimistisch. Die echte Planung sei anders, wie sich aus dem Internetauftritt der Gesellschaft ergebe und weiche von den Vergangenheitsdaten ab.

Das von der P+J an die Antragsgegnerin begebene Darlehen sei unzutreffend behandelt worden; Sonderwerte seien nicht berücksichtigt und das nicht betriebsnotwendige Vermögen sein unzutreffend ermittelt worden. Es sei eine unzutreffende Ausschüttung geplant worden. Weiter werden die Parameter des Kapitalisierungszinses für die Abzinsung der künftigen Erträge beanstandet. Der angesetzte Basiszins von 21 % vor Steuern und die Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,5 % seien hoch, der über eine peer-group ermittelte Beta-Faktor unzutreffend. Die Zusammensetzung der peer-group sei nicht sachgerecht. Der Wachstumsabschlag von 0,4 % sei zu niedrig angesetzt. Der Börsenkurs hätte mit EUR 3,64 berücksichtigt werden müssen.

Wegen der Einzelheiten wird auf den Inhalt der Antragschriften, der Stellungnahme des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre vom 12.9.2016 (Bl. 1300 ff, Bd. XXV d. A.) sowie der ergänzenden Schriftsätze der Antragsteller Bezug genommen.

Die Antragsgegnerin ist dem entgegen getreten. Sie hält die Abfindung für angemessen. Es gebe weder formelle noch materielle Bewertungsmängel. Die zur Bewertung herangezogene Ertragswertmethode sei sachgerecht. Der Planung hätten realistische Annahmen für Umsatz und Ertrag zugrunde gelegen und aktuelle negative Entwicklungen im Flugzeugmarkt seien zu Recht berücksichtigt worden. Die Gesellschaft sei von der Piper Aircraft Inc. in Florida

abhängig, Diese sei selbst zunehmend unter Druck gerate. Das Umsatz- und Entwicklungspotential sowie die Konkurrenzsituation der PJM sei bei der Unternehmensplanung entsprechend berücksichtigt worden. In dem früheren Spruchverfahren betreffend die Antragsgegnerin (LG Frankfurt am Main 3-05 O 188/07 = OLG Frankfurt am Main 21 W 8/11) sei festgestellt worden, dass die Beteiligung keinen nennenswerten Wert darstelle. Erst seit dem Geschäftsjahr 2008/2009 seien regelmäßig geringe Jahresüberschüsse erzielt worden. Eine Verbesserung sei erst ab 2011 nach einer Verschmelzung eingetreten. Das von der PJM an die Antragsgegnerin begebene Darlehen von EUR Mio 1,6 solle in absehbarer Zeit zurückgeführt werden. Entsprechende Zinserträge seien daher zutreffend nicht in die Planung aufgenommen worden. Der Umzug in neue Betriebsräume sei notwendig gewesen, die Miete von 6,50 EUR/qm sei marktüblich. Steuerliche Verlustvorträge seien bei der Bewertung berücksichtigt. Die geplante Vollausschüttung sei zutreffend. Zu berücksichtigende stille Reserven seien nicht vorhanden. Das nicht notwendige Betriebsvermögen sei ordnungsgemäß ermittelt und angesetzt worden. Die Kapitalisierungszinsen seien ordnungsgemäß angesetzt und ermittelt worden. Auch das nachhaltige Ergebnis (ewige Rente) sei zutreffend angesetzt worden. Der Börsenkurs sei wegen des geringen Handelsvolumens nicht aussagekräftig. Wegen der Einzelheiten des Vorbringens der Antragsgegnerin wird auf die Antragserwiderung vom 24.8.2016 (Bl. 1215 ff Bd. XXV d. A.) und die folgenden ergänzenden Schriftsätze verwiesen.

Das Gericht hat nach Durchführung einer mündlichen Verhandlung vom 28.2.2017 gem. Beschluss vom 28.2.2017 (Bl. 1470 Bd. XXV) mit Ergänzung durch Beschluss vom 22.3.2017 (Bl. 1473 Bd. XXV) Beweis erhoben über den Wert des Unternehmens der PJM und der sich daraus ergebenden angemessenen Abfindung für die Minderheitsaktionäre zum Stichtag 11.11.2015 durch Einholung eines Sachverständigengutachtens des öffentlich bestellten und vereidigten Sachverständigen für Unternehmensbewertung. Wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme wird auf das schriftliche Gutachten des Sachverständigen vom 13.12.2017 sowie seiner Anhörung in der mündlichen Verhandlung vom 21.8.2018 Bezug genommen.

## II.

Die Anträge auf Erhöhung der angemessenen Barabfindung gemäß § 1 Nr. 3 SpruchG ist in dem sich aus dem Tenor ergebenden Umfang nach dem Ergebnis der Beweisaufnahme begründet. Soweit Antragsteller darüber hinaus eine Erhöhung begehren, sind die Anträge unbegründet.

Die angemessene Barabfindung nach § 327a Abs. 1 AktG muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre – hier der 11.11.2015 - berücksichtigen.

Die Minderheitsaktionäre, deren Aktien auf die Antragsgegnerin übertragen wurden, haben nach §§ 327a Abs. 1 Satz 1, 327b Abs. 1 Satz 1 AktG einen Anspruch auf eine angemessene Barabfindung, die ihnen eine volle wirtschaftliche Kompensation für den Verlust ihrer Beteiligung an dem Unternehmen verschafft (BVerfG, ZIP 2007, 1261; BGH, ZIP 2005, 2107 OLG Stuttgart Beschl. v. 8.7.2011 – 20 W 14/08 – BeckRS 2011, 18552 m.w.Nachw.).

Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den übrigen Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (BGHZ 147, 108; „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -). Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs)recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (BVerfG NZG 2011, 86; Telekom/T-Online“; BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“; OLG Frankfurt, Beschl. v. 24.11.2011 - 21 W 7/11 -; OLG Stuttgart, Beschl. v. 17.10.2011 - 20 W 7/11 – BeckRS 2011, 24586 m.w.Nachw.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO. Mehr als ein Anhaltspunkt kann sich daraus schon deshalb nicht ergeben, weil die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden mit zahlreichen prognostischen Schätzungen

und methodischen Einzelentscheidungen verbunden ist, die jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2010, 274). Dabei ist zu bedenken, dass zu zahlreichen Details in der Literatur und der Rechtsprechung unterschiedliche Auffassungen vertreten werden, so dass nicht nur die unterschiedlichen Methoden zu unterschiedlichen Werten führen, sondern auch die unterschiedliche Anwendung derselben Methode unterschiedliche Beträge ergeben kann.

Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so Lochner AG 2011, 692, 693 f.) nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert – nach der hier von einigen Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode - gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 – AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen – auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschl v. 24.5.2012 – 1 BvR 3221/10 – BeckRS 2012, 55224 -) – von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung letztlich dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Der Wert eines Unternehmens lässt sich aus dem Nutzen ableiten, den das Unternehmen insbesondere aufgrund seiner zum Bewertungsstichtag vorhandenen materiellen Substanz, seiner Innovationskraft, seiner Produkte und Stellung am Markt, seiner inneren Organisation sowie seines Managements zukünftig unter Aufrechterhaltung der Unternehmenssubstanz erbringen kann.

Diese Erkenntnis ist bei der Beurteilung der vom Gericht für die eigene Schätzung heranzuziehenden Schätzgrundlagen zu berücksichtigen. Dabei ist die gerichtliche Überprüfung stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts. Dies beinhaltet aber ggf. auch eine abweichende eigenständige Schätzung des Gerichts etwa ausschließlich anhand des Börsenkurses oder anderer Methoden oder nach Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens. Insoweit ist die gerichtliche Überprüfung nämlich stets das Ergebnis einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 – 21 W 7/11 – aaO), was bedeutet, dass auch Parameter zum Nachteil der Minderheitsaktionäre angesetzt werden können, solange sich das Ergebnis nicht zum Nachteil ändert. Dabei ist nicht der höchst mögliche Wert zu finden, sondern der angemessene. Den Grundsatz der Meistbegünstigung gibt es für die ausgeschiedenen abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre nicht (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11 – aaO mwN), was auch für die einzelnen Parameter der Unternehmensbewertung gilt (vgl. OLG Stuttgart Beschluss vom 17.10.2011 - 20 W 7/11 – NZG 2011, 1346).

Zu berücksichtigen ist zudem weiter bei der Bewertung, dass sie nach ihren zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein kann, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen.

Nachdem auch das Ergebnis auf Grund der verschiedenen Ungenauigkeiten und subjektiver Einschätzungen der Bewerter (vgl. hierzu im Einzelnen Kammerbeschlüsse v. 13.3.2009 - 3-05 O 57/06 – ZIP 2009, 1322 – und 25.11.2014 - 3-05 O 43/13 -) letztlich nur eine Schätzung des Unternehmenswerts darstellt, müssen es die Verfahrensbeteiligten hinnehmen, dass eine Bandbreite von unterschiedlichen Werten als angemessene Abfindung existiert (vgl. OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 714; BayObLG AG 2006, 41, 43) und das erkennende Gericht unter Berücksichtigung aller maßgeblichen Umstände (vgl. BGH NJW-RR 2002, 166, 167) hieraus einen Wert festsetzt.

Bei der Feststellung und Bewertung der erforderlichen Tatsachen, aus denen sich die Angemessenheit der Abfindung ergibt, hat sich das Gericht der ihm nach der Verfahrensordnung zur Verfügung stehenden Erkenntnismöglichkeiten zu bedienen, soweit



das nach den Umständen des zu entscheidenden Falles geboten ist. Soweit zu umstrittenen Bewertungsfaktoren Tatsachenfeststellungen erforderlich sind, entscheidet das Gericht über Notwendigkeit, Art und Umfang einer Beweisaufnahme nach pflichtgemäßem Ermessen; hier ist außerdem § 287 Abs. 2 ZPO auch im Hinblick darauf anwendbar, dass jede Bewertung naturgemäß eine mit Unsicherheiten behaftete Schätzung – wobei zudem § 738 BGB als Grundnorm der Unternehmensbewertung selbst von Schätzung spricht - und keine punktgenaue Messung sein kann und dass deshalb Aufwand, Kosten und Dauer des Verfahrens in einem angemessenen Verhältnis zum Erkenntnisgewinn liegen müssen (OLG Stuttgart AG 2006, 423 m. w. Nachw.). Das Gericht kann im Spruchverfahren nach pflichtgemäßem Ermessen und insb. nach Maßgabe des § 287 Abs. 2 ZPO auch auf sonstige Erkenntnismöglichkeiten zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung zurückgreifen. Das von der Kammer eingeholte Gutachten des Sachverständigen \_\_\_\_\_ nebst der ergänzenden Stellungnahme des Sachverständigen ist geeignet und ausreichend, über die entscheidungserheblichen Bewertungsfragen zu befinden und den Unternehmenswert und damit die angemessene Abfindung.

Nicht nachzugehen ist den Anregungen einzelner Antragsteller, die Vorlage der Arbeitspapiere von \_\_\_\_\_ und des gerichtlich bestellten Prüfers \_\_\_\_\_ anzuordnen, um eine Überprüfung der Unternehmensbewertung zu ermöglichen. Zwar verpflichtet § 7 Abs. 7 SpruchG die Antragsgegnerin, Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen dem Gericht vorzulegen. Die Voraussetzungen dieser Bestimmung liegen aber nicht vor. Die Unternehmensplanung ist jedenfalls ihren wesentlichen Inhalten nach bereits im Vertragsbericht, dem Prüfbericht und in dem gerichtlichen Sachverständigengutachten wiedergegeben. Inwieweit die Arbeitspapiere weitere, für die Entscheidung der Kammer erhebliche Informationen enthalten sollen, ist nicht ersichtlich (vgl. hierzu OLG Stuttgart, Beschluss v. 17.3.2010 – 20 W 9/08 -).

Nach den überzeugenden Darlegungen des Sachverständigen \_\_\_\_\_ in seinem Gutachten und im Rahmen seiner Anhörung hinsichtlich der nicht vorzunehmenden Rundungen bei der Fortschreibung des Ergebnisses mit einem Wachstumsfaktor von 1,0 % und einer Abweichung bei der Marktrisiko­prämie - steht zur Überzeugung der Kammer fest, dass hier auf den Tag der Hauptversammlung am 11.11.2015 bezogen sich ein Wert je Aktie von EUR 5,15 ergibt.

Das Gutachten des Sachverständigen vom 13.12.2017 sowie der ergänzenden Ausführungen in seiner Anhörung vom 21.8.2018 sind eine brauchbare Grundlage für die Schätzung der angemessenen Abfindungen. Die Kammer hat es nachvollzogen und billigt das Ergebnis, soweit sie nicht bei der Marktrisikoprämie und der Wachstumsthesaurierung eine andere Beurteilung für geboten erachtet.

Diesen Darlegungen des Gutachtens und der ergänzenden Stellungnahme sowie den Ausführungen in seiner Anhörung –soweit nicht im Folgenden nichts Abweichendes ausgeführt wird - schließt sich das Gericht an, macht sie sich zu Eigen und macht diese Ausführungen ausdrücklich zum Gegenstand der Begründung für die vorliegende Entscheidung. Nur zur Vermeidung von Wiederholungen werden diese hier nicht besonders geschildert, sondern es wird insoweit auf das allen Beteiligten bekannte Gutachten zur Begründung der Angemessenheit der Abfindung Bezug genommen.

Die Kammer sieht keine Veranlassung dieser Feststellung des Sachverständigen im Wesentlichen nicht zu folgen, wobei insbesondere noch auf Folgendes hinzuweisen ist. Die vom Sachverständigen zugrunde gelegten Planungsannahmen für die Bewertung der Gesellschaft sind von diesem zutreffend angepasst worden. Die Kammer sieht trotz Beanstandungen von Antragstellern und Antragsgegnerin keine Anhaltspunkte andere Prämissen zugrunde zu legen als der Sachverständige. Die neue Planung kann der Schätzung des Unternehmenswertes zugrunde gelegt werden, wenn diese auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen beruht und nicht in sich widersprüchlich ist.

Ein Grundsatz der Meistbegünstigung zugunsten der Anteilseiger, der verlangte, eine ihnen günstigere Planung anzunehmen, besteht nicht (vgl. OLG Stuttgart Beschluss vom 05.06.2013 - 20 W 6/10 – NZG 2013, 897 -; Beschluss vom 24.07.2013 - 20 W 2/12 – BeckRS 2013, 13694; Kammerbeschluss vom 22.10.2013 – 3-05 O 111/11 -).

Der Sachverständige hat mit zutreffender Begründung und Erwägungen (ab S. 18 des Gutachtens) zutreffend bei den Umsatzerlösen eine Steigerung des Umsatzes - insbesondere wegen des positiveren als geplanten Verlaufs des nicht in die Bewertung von eingeflossenen aber am Stichtag bereits abgeschlossenen Geschäftsjahres 2015/16 – vorgenommen und auch den Material- und Personalaufwand den angenommenen gesteigerten Umsätzen entsprechend und die erforderlichen Reinvestitionen angepasst und berücksichtigt. Soweit sich einige Antragsteller gegen die vom Sachverständigen angepasste Planung wenden und rügen, diese sei angesichts der tatsächlichen Entwicklung nicht plausibel, ist dem nicht zu

folgen. Diese Antragsteller beziehen sich hier nur auf die im Geschäftsbericht der Antragsgegnerin 2015/2016 mitgeteilte und beabsichtigte Steigerung der Umsatzerlöse, berücksichtigt jedoch nicht, die sich aus den von der PJM veröffentlichten Jahresabschlüssen zum 30.9.2016 und 30.9.2017. Hieraus ergibt sich vielmehr, dass zunächst der Jahresüberschuss der PJM sank und sich erst im folgenden Jahr wieder steigerte. Angesichts dieses Befundes ist die vom Sachverständigen angesetzte Planung der Umsatzerlöse nicht zu beanstanden.

Dem Sachverständigen ist auch bei den betrieblichen Aufwendungen zu folgen, wobei er zutreffend die Miete als marktüblich ansetzt und die konzerninternen Verwaltungskosten bereinigt zum Bewertungsstichtag ab 2016 mit TEU 110 und künftig mit einer Wachstumsrate von 1 % ansetzt. Zutreffend hat der Sachverständige auch die Abschreibungen ermittelt und dabei sachgerecht die Abschreibungen auf Finanzanlagen (Darlehen an Antragsgegnerin) nicht berücksichtigt, sondern diese als Sonderwert dem Ertragswert hinzugerechnet. Die ist sachgerecht, da diese Geldmittel für den laufenden Geschäftsbetrieb der PJM nicht benötigt werden.

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller hat der Sachverständige im ersten Planjahr keine Abschreibungen auf die Beteiligungen vorgenommen, sondern diese zutreffend als nicht betriebsnotwendiges Vermögen mit dem Liquidationswert angesetzt, wobei angesichts der geringen Größenordnung der Ansatz zu Buchwerten von insgesamt TEUR 13,4 aus wirtschaftlichen Gründen nicht zu beanstanden ist.

Zutreffend hat der Sachverständige auch die steuerlichen Verlustvorträge im Rahmen einer Annuitätsberechnung berücksichtigt.

Zu folgen ist dem Sachverständigen auch, wenn er die Ausschüttungsquote von 100 % grundsätzlich nicht beanstandet. Auch im Spruchverfahren gilt der Grundsatz der Autonomie unternehmerischer Entscheidungen. Dies geht im Wesentlichen einher mit der bereits vor der unternehmerischen Maßnahme gegebenen Stellung des außenstehenden Aktionärs im Unternehmen. Aufgrund der Mehrheitsverhältnisse ist es ihm als Minderheitsaktionär in aller Regel nicht möglich, auf die Geschäftspolitik seiner Gesellschaft aktiven Einfluss zu nehmen. Vielmehr hat er derartige Entscheidungen im Normalfall hinzunehmen, selbst wenn sie sich als suboptimal erweisen sollten. Aufgrund dieser faktisch eingeschränkten Stellung des Minderheitsaktionärs, die auch das Bundesverfassungsgericht seinen Überlegungen regelmäßig zugrunde legt (BVerfGE 100, 289, 305; NJW 2007, 3268), bestehen zugleich an der nur eingeschränkten Überprüfbarkeit geschäftspolitischer Entscheidungen im Rahmen der

Unternehmensbewertung keine verfassungsrechtlichen Bedenken. Aufgrund ihrer Mehrheit hat es die Antragsgegnerin – bei Unterstellung dass der Ausschluss der Minderheitsaktionäre nicht erfolgt – in der Hand entsprechende Gewinnverwendungsbeschlüsse mit einer Vollausschüttung zu fassen, bzw. die im nachhaltig angesetzten Ergebnis angenommene Thesaurierung zur Wachstumsfinanzierung, die mit 1% bezogen auf das Eigenkapital auch unter dem Gesichtspunkt des § 244 AktG nicht zu beanstanden ist.

Dem Sachverständigen ist auch darin zu folgen, dass das bei der Bewertung durch und den Prüfer nicht berücksichtigte steuerliche Einlagenkonto nach § 27 KStG mit TEUR 5.271 bei der typisierten persönlichen Einkommensteuer der Anleger bei der geplanten Ausschüttung zu berücksichtigt ist (vgl. S. 23 ff des Gutachtens). Hält man – wie nahe in allen Fällen - bei der Bewertung in Spruchverfahren aufgrund der steuerlichen Situation in Deutschland eine Betrachtung nach persönlicher Einkommensteuer für sachgerecht, ist auch ein steuerliches Einlagenkonto nach § 27 KStG zugunsten der Aktionäre zu berücksichtigen.

Ebenfalls ist der vom Sachverständigen angesetzte Kapitalisierungszins – mit Abweichung bei der Marktrisikoprämie - zutreffend.

Der vom Sachverständigen angesetzte einheitliche Basiszins von 1,05 % (nach Steuern, vor Steuer 1,05, wobei sich auch bei Annahme der von einigen Antragstellern angesetzten 1,04 % rechnerisch letztlich nichts ändert) aufgrund der Zinsstrukturkurve und entspricht auch nach der vorgenommenen (Ab)Rundung der eigenen Berechnung der Kammer.

Zu folgen ist jedoch nicht dem Sachverständigen, wenn er abweichend von der Empfehlung des FAUB nicht den Mittelwert von 5,5 % nach Steuern, sondern nur den unteren Bandbreitenwert von 5,0 % nach Steuern ansetzt.

Die von verwendete Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern entspricht der vom FAUB empfohlenen Bandbreite für den Stichtag. Das Oberlandesgericht Frankfurt am Main hat in seinem Beschluss vom 26.01.2017 - 21 W 75/15 zur Verwendbarkeit der Empfehlung des FAUB ausgeführt: *„Insbesondere ist nicht ersichtlich, dass eine Nichtbeachtung der Empfehlung des FAUB zu "richtigeren" Unternehmenswerten führen würde. Zwar ist die Frage, ob die Finanzkrise im Jahr 2009 eine Erhöhung der Marktrisikoprämie rechtfertigt in der Literatur und Rechtsprechung umstritten (vgl. hierzu u.a. LG München, AG 2016,51, Rn 295 ff m.w.N). Gerade weil dies so ist, erscheint jedoch die Berücksichtigung der Empfehlung des FAUB als sachverständiges Gremien des IDW, dessen Empfehlungen in der*

*Bewertungspraxis - unabhängig vom Bewertungsanlass - regelmäßig gefolgt wird, weiterhin angemessen.“*

Es verbleibt daher bei dem Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % n. Steuern im Zuge der Einheitlichkeit der Rechtsprechung im OLG-Bezirk Frankfurt am Main.

Auch bei der Verwendung des BETA –Faktors hält die Kammer den Ansatz des Sachverständigen für zutreffend, der den Beta Faktor mit 1,0 aufgrund der Ermittlung über eine peer-group auf der Basis einer Plausibilitätsermittlung (vgl. S. 32 ff des Gutachtens) anzusetzen.

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller war der eigene Betafaktor der PJM aus dem vom Sachverständigen genannten Gründen eines nicht ausreichend liquiden Handels von Akten der PJM nicht anzusetzen, da dieser nicht aussagekräftig war.

Zutreffend ist zwar, dass nach der Rechtsprechung des OLG Frankfurt in der Regel der eigene Betafaktor der Gesellschaft zur Anwendung gelangen sollte. Dies ist aber nur dann gerechtfertigt, wenn der eigene Betafaktor der Gesellschaft aussagekräftig ist. Gerade vorliegend fehlt es an einer hinreichenden Aussagekraft.

Auch der vom Sachverständigen angesetzte Wachstumsabschlag von 1% ist nicht zu beanstanden.

Dabei hat der Wachstumsabschlag die Funktion, in der Phase der ewigen Rente die zu erwartenden Veränderungen der Überschüsse abzubilden, die bei der nominalen Betrachtung aus dem letzten Jahr der Detailplanungsphase, abgeleitet worden sind. Er umfasst vornehmlich eine inflationsbedingte sowie daneben gegebenenfalls eine weitere Komponente, die sich aus Mengen- und Strukturänderungen ergibt (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 30.8.2012 - 21 W 14/11 - BeckRS 2012, 20564 mwN). Denkbar ist sodann noch ein thesaurierungsbedingtes Wachstum (vgl. WP Handb. 2008, Bd. II, Teil A Rdn. 312 ff.). Die allgemeine Inflationsrate kann lediglich einen ersten Anhaltspunkt für die Einschätzung zukünftigen Wachstums geben. Denn bei der Bestimmung des Wachstumsabschlags kommt es primär auf die unternehmensspezifische effektive Teuerungsrate an, d.h. auf die zu erwartende Fähigkeit des zu bewertenden Unternehmens, inflationsbedingte Preissteigerungen an seine Kunden weitergeben zu können. Gleichwohl kann die Preissteigerung nicht mit der Wachstumsrate gleichgesetzt werden. Denn zum einen hängt der Abschlag vom Kapitalisierungszins davon ab, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation

gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 - 20 W 9/08 -). Dabei kommt es maßgeblich nicht auf die Preiserhöhung eines durchschnittlichen Warenkorbes an, wie sie von der Inflationsrate angegeben wird, sondern auf die Preiserhöhungen auf den für das jeweilige Unternehmen maßgeblichen Faktormärkten. Bereits insoweit handelt es sich beim Wachstumsabschlag stets um eine unternehmensspezifische Größe. Zum anderen ist auch noch ein Realwachstum zu berücksichtigen, wobei es sich um eine zukünftige Größe und damit um eine Prognose handelt (vgl. OLG Frankfurt, AG 2010, 798, 801).

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller kommt – entsprechend den Darlegungen des Sachverständigen bei seiner Anhörung in der eingeschwungenen Phase eine (Wachstums)thesaurierung von TEUR 6 wegen Ansatzes einer Reinvestitionsrate von ca. TEUR 55 in Betracht, da mit dieser (nachhaltigen) Reinvestitionsrate – abweichend vom Sachverhalt der Entscheidung des OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06.04.2017 - I-26 W 10/15 - BeckRS 2017, 113400 Rz 36 zugrunde lag, nicht bei der von den Eigenkapitalgebern zu tragende Anteil an Investition bereits berücksichtigt wird. Angesichts der konkreten finanziellen Situation der PJM am Stichtag ist nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige von einem nahe eigenkapitalfinanzierten Wachstum ausging.

Soweit sich die Antragsgegnerin gegen die Wertermittlung des Sachverständigen wendet, dies stelle lediglich einen theoretischen Wert dar, so ist dem entgegen zu halten, dass die Bewertung nach dem Ertragswert im Spruchverfahren einen in Wissenschaft und Praxis weitgehend anerkannte Bewertungsmethode darstellt (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20.07.2016 - 21 W 21/14 -). Zum Schutz der Minderheitsaktionäre hat sich diese objektivierte Wertermittlung in der Rechtsprechung etabliert.

Damit ergäbe sich zum Bewertungsstichtag ein Wert je Aktie von EUR 5,15 entsprechend dem vom Sachverständigen angesetzten Werten und einer Marktrisikoprämie von 5,5 % entsprechend folgender Berechnung.

	TEUR
Ertragswert	2.324
Sonderwerte	
nicht betriebsnotwendige Finanzmittel	733
Aktien der Piper Deutschland AG	22
Beteiligung PiperSport Vertriebs GmbH	0
Beteiligung CAMO Consulting GmbH	13
Unternehmenswert zum 11.11.2015	3.082

Zahl der Aktien                    600.000

Wert je Aktie der PJM in EUR    5,15.

Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 15 Abs. 1, § 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen. Im Hinblick auf die vorgenommene Erhöhung entsprach es nicht der Billigkeit die Antragsteller mit Gerichtskosten des Verfahrens zu belasten.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung für die Antragsteller grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung. Dies ist hier der Fall. Da eine nicht unbeträchtliche Erhöhung der Abfindung ausgesprochen wurde, entspricht eine Kostenerstattung der Billigkeit.

Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht und den Vertreter der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 74 GNotKG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,-- EUR und höchstens 7,5 Mio. EUR

Nach der Angabe der Antragsgegnerin sind von dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre 22.869 Aktien außenstehender Aktionäre betroffen gewesen. Durch die Erhöhung der Abfindung um EUR 1,95 je Aktie ergibt sich insgesamt eine Erhöhung von EUR 44.594,55,

so dass der Mindestwert von EUR 200.000,-- nicht überschritten wird und dieser daher anzusetzen war.

Die Beschwerde war nicht zuzulassen, wenn die Beschwer EUR 600,-- nicht übersteigt. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit ich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss EUR 600,-- übersteigen (vgl. Drescher in Spindler/Stilz, AktG 2. Aufl., § 12 SpruchG Rz. 7).

Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten.

Es gibt vorliegend keinen Grund, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und die daraus begehrte Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichen des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist, zumal keiner der Beteiligten auch die Zulassung beantragt hat.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diese Entscheidung ist das Rechtsmittel der Beschwerde gegeben, die binnen eines Monats nach Zustellung beim Landgericht Frankfurt am Main durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift einzulegen ist. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses, sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird und es muss eine Beschwer von über EUR 600,-- gegeben sein.