



Landgericht Berlin

Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 88/13 .SpruchG

09.02.2016

**In den aktienrechtlichen Spruchverfahren
betreffend die Abfindung gemäß den §§ 327a, 327b AktG
aufgrund des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der
Ventegis Capital AG**

Beteiligte:

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin am 9. Februar 2016 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und beschlossen:

1. Der Spruchverfahrensantrag der Antragstellerin zu 48. wird als unzulässig verworfen.
2. Die Anträge der weiteren Antragsteller auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327f AktG werden zurückgewiesen.
2. Die Antragsgegnerin hat die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre zu tragen. Ein Ausgleich der außergerichtlichen Kosten der Verfahrensbeteiligten findet nicht statt.
3. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf € 200.000,00 festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller begehren die Verbesserung der ihnen aus Anlass ihres Ausschlusses als Aktionäre der Ventegis Capital AG von der Antragsgegnerin gezahlten Barabfindung.

Die Ventegis Capital AG (nachfolgend auch kurz als Ventegis bezeichnet) ist eine beim Amtsgericht Charlottenburg zur Registernummer HRB 57882 B eingetragene Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin, deren Aktien nicht börsennotiert sind. Die Anteile sind in den jeweiligen Freiverkehr an der Börse Berlin und an der Tradegate Exchange Berlin einbezogen. An der zuletzt genannten Gesellschaft ist die Antragsgegnerin mittelbar zu 25 % beteiligt, Mehrheitsgesellschafterin ist die Deutsche Börse AG.

Die Gesellschaft war im Jahr 1993 als Cyberspace GmbH Computertechnik-Vertrieb gegründet und 1995/1996 in die Cybermind Interactive Europe Multi-Media Aktiengesellschaft umgewandelt worden. Der Gegenstand des Unternehmens bestand seinerzeit in der Entwicklung und dem Vertrieb von Computertechnik und Software sowie entsprechender Lizenzen speziell auf dem Sektor der Virtual Reality. Die Aufnahme des Handels mit den Anteilen der Gesellschaft an der Berliner Wertpapierbörse erfolgte am 10. Juni 1996. Im Jahr 1999 fand eine Umfirmierung in Cybermind AG statt.

Im Jahr 2001 wurde die _____ auf die Cybermind AG verschmolzen und die so entstandene Gesellschaft in Ventegis Capital AG umbenannt.

Das Grundkapital der Ventegis beträgt 3.569.270 EUR und ist eingeteilt in 3.569.270 nennwertlose Stückaktien, die auf den Inhaber lauten. Satzungsmäßiger Gegenstand der Gesellschaft ist nach der 2001 erfolgten Verschmelzung der Erwerb, die Verwaltung und die Veräußerung von Beteiligungen an innovativen Wachstumsunternehmen sowie deren Förderung und Entwicklung, einschließlich des Beteiligungsmanagements für Dritte sowie das Erbringen von Beratungsleistungen für Unternehmen, insbesondere Dienstleistungen im Bereich Corporate Finance, soweit sie keiner gesetzlichen Erlaubnis bedürfen.

Der Unternehmensgegenstand der Ventegis besteht aus den beiden Tätigkeitsbereichen Beteiligungsgeschäft und Financial Advisory. Im Geschäftsfeld Beteiligungsgeschäft sieht sich die Ventegis nach ihrem Selbstverständnis als unternehmerisch handelnder Investor mit historisch bedingtem Schwerpunkt auf Frühphasen- und Wachstumsfinanzierungen, wobei sich die Investitionen der Gesellschaft Anfang des Jahres 2013 auf den inländischen Markt beschränkten. Ventegis investierte sowohl als Lead- als auch als Co-Investor in den Bereichen Umwelttechnologie und Energie, Medizintechnik sowie Software und Medizin. Die durchschnittliche Beteiligungsdauer betrug regelmäßig fünf Jahre bei Investitionen in der Größenordnung zwischen 0,5 und 1,5 Mio. €, wobei das Erstengagement auf 1,0 Mio. € begrenzt war. Das jeweilige Exit-Szenario wurde bereits zu Beginn der Investments gemeinsam mit dem Management der Beteiligungsunternehmen festgelegt.

Ende 2012 beschäftigte die Ventegis neben ihrem Alleinvorstand _____ drei Mitarbeiter.

Seit ihrer Gründung im Jahr 2001 agierte die Ventegis mit ihren Investments eher glücklos. Von zwölf Engagements endeten insgesamt vier mit einem Totalverlust der eingesetzten Mittel. Die entsprechende Quote stieg von 21,1 % im Jahr 2008 auf 46,3 % im Jahr 2012. Auch bei den

weiteren Beteiligungen gelang es nicht immer, im Rahmen des Divestments einen Überschuss zu erzielen, so dass die finanziellen Rückläufe die Einsätze im Zeitraum zwischen 2001 und 2012 insgesamt unterschritten.

Das Geschäftsjahr 2012 wurde mit einem Bilanzverlust von 4,332 Mio. € abgeschlossen, nachdem eine vollständige Wertbereinigung der Beteiligung der Ventegis an der Soltestructure GmbH vorgenommen wurde, über deren Vermögen am 1. August 2012 das Insolvenzverfahren eröffnet worden war. Dies führte zum 23. November 2012 zur Auflösung der Gesellschaften Thinfilm Solar Fonds GmbH & Co. KG, Ventegis Solar Komplementär GmbH, Ventegis Management Komplementär GmbH sowie der Ventegis Solar Management GmbH & Co. KG. Zum 31. Dezember 2012 war die Ventegis unmittelbar oder mittelbar über verbundene Gesellschaften noch an fünf Unternehmen beteiligt.

Vorstand und Aufsichtsrat beschlossen in der Aufsichtsratssitzung vom 7. Januar 2013, keine neuen Beteiligungen zu übernehmen und sich auf den Bereich Financial Advisory zu beschränken, in dem die Ventegis Kunden Beratungsleistungen rund um das Thema „Wertpapier“ anbietet. Die im Zeitpunkt der Beschlussfassung vorhandenen liquiden Mittel sollten ausschließlich zur Betreuung des bestehenden Beteiligungsportfolios und hier eventuell notwendig werdende Nachfinanzierungen eingesetzt werden.

Ende März 2013 wurde eine Beteiligung an der Berliner Aupeo GmbH an die Panasonic Corporation of North America veräußert. Neben der Entrichtung des eigentlichen Kaufpreises sowie der Rückzahlung von Gesellschafterdarlehn in Höhe von insgesamt 798 Mio. € war im Vertrag vorgesehen, dass bei Erreichen bestimmter Meilensteine in den Jahren 2014 und 2015 weitere Zahlungen an die Ventegis fließen würden.

Nach dieser Transaktion verblieben im Portfolio der Ventegis unmittelbare Beteiligungen an der Iuventa Capital GmbH, der Humedics GmbH sowie an der opricon Entwicklungsgesellschaft für optische Technologien mbH. Eine indirekte Beteiligung bestand an der der Schnell Motoren AG, deren Anteile über den Fonds ECO Investors Germany I GmbH & Co. KG gehalten werden. Die Kommanditanteile an dieser Fondsgesellschaft hatte die Ventegis im Jahr 2012 von der Antragsgegnerin erworben, wobei der Kaufpreis aber erst zum 31. Dezember 2014 fällig war.

Die Antragsgegnerin ist - wie die Ventegis - eine in Berlin ansässige Aktiengesellschaft. Im Zeitpunkt der Einleitung des Verfahrens des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre der Ventegis durch Verlangen vom 26. Februar 2013 hielt sie, ebenso wie in der Folgezeit, insgesamt

3.528.651 Aktien der Ventegis und damit eine Beteiligung am Grundkapital von 98,86 %. Ein Anteil von 40.619 Aktien befand sich damit noch im Streubesitz.

Gegenstand der ist die Vermittlung sowie Ankauf und Verkauf von Wertpapieren jeder Art sowie die Unternehmensberatung im Zusammenhang mit Börsengängen. Zwischen den Unternehmen bestehen enge personelle Verflechtungen, da der Alleinvorstand der Ventegis auch eines von zwei Vorstandsmitgliedern der Antragsgegnerin ist. Auch der jeweils aus drei Mitgliedern bestehende Aufsichtsrat der Gesellschaften ist in zwei Positionen personenidentisch besetzt.

Die Antragsgegnerin unterbreitete den Aktionären der Ventegis erstmals im Jahre 2004 ein Angebot zur Übernahme ihrer Anteile im Wege des Umtauschs im Verhältnis 1: 0,4, wobei sie den Wert der Ventegis Aktie mit 2,55 EUR ermittelt hatte. Ein weiteres freiwilliges Umtauschangebot erfolgte im Jahr 2009, wobei das Umtauschverhältnis bei diesem Angebot eins zu eins betrug. In der Folge konnte die Antragsgegnerin ihren Anteil an der Ventegis auf 98,45 % ausweiten.

Die außerordentliche Hauptversammlung der Ventegis vom 19. Juni 2013 stimmte dem Ausschlussverlangen der Antragsgegnerin zu. Als Kompensation für diese Maßnahme verpflichtete sich die Antragsgegnerin, für die Aktien der Minderheitsaktionäre eine Barabfindung in Höhe von 2,70 € zu zahlen. Dieser Betrag lag über dem anteiligen Ertragswert der Ventegis, welcher durch die Antragsgegnerin zum 19. Juni 2013 mit 9.316,3 Mio. EUR ermittelt worden war. Hieraus ergab sich ein rechnerischer Wert von lediglich 2,61 € je Aktie. Den Börsenkurs der Ventegis, der in den drei Monaten vor der Bekanntgabe der Absicht des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre im Schnitt bei 4,26 € lag, hielt die Antragsgegnerin wegen des geringen Handels nicht für aussagekräftig. Die Angemessenheit der Abfindung ist von der durch das Gericht bestellten Prüferin bestätigt worden.

Im Rahmen der durchgeführten Ertragswertermittlung der Ventegis wurde ein Detailplanungszeitraum von 2013 bis 2016 angesetzt, wobei dieser Zeitraum der beabsichtigten Haltedauer der vier noch gehaltenen Beteiligungen entsprach beziehungsweise mit dem Endzeitpunkt der zuletzt zu veräußernden Beteiligung korrespondierte. Die in den Jahren 2013 bis 2016 anfallenden Erträge setzen sich im Wesentlichen aus der Veräußerung von Beteiligungen abzüglich der Veräußerungskosten und der Restbuchwerte zusammen. Neben der Mitteilung, dass der Anteil an der 1. Juventa GmbH zum Buchwert veräußert werden soll, finden sich in Bewertungs- und Prüfgutachten keine näheren Angaben zu den jeweils erwarteten Erlösen. Für die Zeit ab 2017 sollen Umsätze ausschließlich mit dem Beratungsgeschäft erzielt werden.

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 24. Juli 2013 in das Handelsregister der Ventegis bei dem Amtsgericht Charlottenburg in Berlin eingetragen und am 29. Juli 2013 bekannt gemacht.

Die Antragsteller greifen die von der Antragsgegnerin festgelegte Kompensation als zu niedrig an:

Sie vertreten zum Teil die Auffassung, dass für die Abfindung ein Börsenkurs von 4,26 € als Untergrenze maßgeblich sei. Den Minderheitsaktionären sei jederzeit eine Veräußerung zu diesem Preis möglich gewesen, da die Antragsgegnerin im Übertragungsbericht erklärt habe, dass im maßgeblichen Referenzzeitraum eine konstante Nachfrage nach den Aktien der Gesellschaft bestanden habe. Der Ausweis von Geldkursen müsse für die Bestimmung des Börsenkurses als ausreichend angesehen werden. Soweit die Antragsgegnerin das Vorliegen einer Marktengpass behauptete, treffe sie die Beweislast (Antragsteller zu 16. bis 18.).

Die vorgelegte Bewertung beziehe sich auf die „falsche“ Gesellschaft, da das Geschäftsmodell der Ventegis zum ganz überwiegenden Teil aus dem Beteiligungsgeschäft bestehe, was nach der zugrunde gelegten Planung zu Unrecht als „Auslaufmodell“ gewertet worden sei. Die unterstellte Änderung des Gegenstands der Gesellschaft sei unbeachtlich, da hierfür ein Hauptversammlungsbeschluss erforderlich gewesen wäre. Die Fehlerhaftigkeit der Planung folge auch aus dem Umstand, dass nach der Darstellung der Antragsgegnerin der darin enthaltene Strategiewechsel vom Aufsichtsrat und nicht vom Vorstand der Ventegis als dem zuständigen Organ beschlossen worden sei.

Die Planung sei anlassbezogen erstellt und durch die Verquickung der handelnden Personen maßgeblich von der Antragsgegnerin beeinflusst worden.

Für das Eingehen neuer Beteiligungen im Rahmen einer revolvierenden Anlagestrategie stünden auch in ausreichendem Umfang Mittel zur Verfügung, zumal die Planung eine Ausschüttung freier Liquidität in Höhe von 3,17 Mio. € vorsehe (Antragsteller zu 6. bis 8.). Über die Verwendung der bis zum Jahr 2016 entstehenden Liquidität sei noch nicht entschieden, so dass auch aus diesem Grunde für den nachfolgenden Zeitraum neue Investments zu unterstellen seien (Antragsteller zu 30.).

Die Planung sei zudem in sich inkonsistent, da etwa die Annahme einer Aufstockung der Beteiligung an der Humedics bei bestehender Verkaufsabsicht nicht nachvollziehbar sei.

Bei den zum Bewertungsstichtag bestehenden Beteiligungen seien stille Reserven aufzudecken. Dies sei offensichtlich unterblieben wie sich an der Annahme zusätzlicher Einkünfte aus dem zum Stichtag bereits abgeschlossenen Verkauf der Aupeo GmbH zeige.

Die verbliebenen Beteiligungen der Gesellschaft seien in den vorliegenden Gutachten unterbewertet, wobei zu berücksichtigen sei, dass es sich offensichtlich um die wenigen erfolgversprechenden Engagements der Ventegis handele, bei denen entsprechend eine Rendite des Vielfachen des Einsatzes zu erwarten sei (Antragsteller zu 26.).

Der Wert der Beteiligung an der 1. Iuventa müsse schon aus dem Grund höher angesetzt werden, dass hier bereits eine Einzelwertberichtigung erfolgt sei. Das Eigenkapital dieser Gesellschaft sei im Jahr 2009 erhöht worden. Es sei davon auszugehen, dass sich diese Tendenz später fortgesetzt habe (Antragsteller zu 9. und 13.). Auch der Wert der Schnell Motoren AG werde in der Bewertung unterschätzt, da deren Vorstand von einem starken Wachstum ausgegangen sei. Dieses Unternehmen arbeite mit Gewinn, so dass es nicht mehr als „Start-Up“ zu qualifizieren sei. Der Wert dieser Beteiligung betrage mindestens 2 Mio. € (Antragstellerin zu 24.) beziehungsweise 7,5 Mio. € (Antragsteller zu 39. und 40.). Der Gewinneinbruch des Jahres 2012 sei offensichtlich auf Einmaleffekte zurückzuführen (Antragsteller zu 39. und 40.). Die Humedics besitze gegenwärtig ein Alleinstellungsmerkmal, da es für die von diesem Unternehmen hergestellten Produkte aktuell auf dem Markt keine Konkurrenz gebe (Antragsteller zu 41.). Der Wert der Gesellschaft habe sich allein von 2011 auf 2012 verdoppelt. Die opricon erwarte in den nächsten Jahren eine Vervierfachung ihrer Umsätze (Antragstellerin zu 43.).

Im Übrigen erschienen die Wertansätze für die Beteiligungsunternehmen willkürlich, da die Wertermittlung in Übertragungs- und Prüfbericht nicht offengelegt worden sei. Es fehlten auch konkrete Angaben zu den Fragen, aus welchem Grund welche Beteiligung zu welchem Zeitpunkt veräußert werden solle (Antragsteller zu 23.). Für jede der gehaltenen Beteiligungen seien deren Ertragswerte einschließlich der Marktpotenziale und der Mitbewerber offenzulegen (Antragsteller zu 26.). Aus diesen Gründen sei ein neues Gutachten zu den Exit-Erlösen einzuholen (Antragsteller zu 39. und 40.).

Darüber hinaus sei die Darstellung der Antragsgegnerin zu bestreiten, dass aus Engagements der Gesellschaft neben den im Stichtag verbliebenen Beteiligungen keine positiven Rückflüsse mehr zu erwarten seien (Antragsteller zu 15.). So sei insbesondere für Soltecture der Eintritt des Sanierungsfalls nicht ausgeschlossen, da bis kurz vor Eröffnung des Insolvenzverfahrens noch Verhandlungen über den Verlauf der Anteile geführt worden seien (Antragsteller zu 31.). Zudem

seien die Erlöse aus dem Verkauf der Aupeo GmbH in der Planung nicht enthalten, da eine Verbuchung des Kaufpreises nicht ersichtlich sei (Antragsteller zu 15. und 43.).

Der Bewertungsprüfer habe die Exit-Prognosen des Vorstands eigenmächtig um 30 % gekürzt, ohne dass ersichtlich sei, dass dieser die Entwicklung der Beteiligungen besser beurteilen könne (Antragsteller zu 12.). Da den Minderheitsaktionären eine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums zu gewähren sei, dürften bei der Wertermittlung der Beteiligungen keine Abschläge vorgenommen werden (Antragsteller zu 19. bis 21.).

Bei der Ermittlung des NAV seien zudem methodisch fehlerhaft kapitalisierte Verwaltungskosten in Abzug gebracht worden (Antragsteller zu 19. bis 21.).

Der Bewertungsprüfer sei angesichts der Verluste der Vergangenheit gehalten gewesen, Schadensersatzansprüche gegen Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft zu prüfen und die entsprechenden Beträge als Sonderwert festzustellen (Antragsteller zu 19. bis 21.).

Auch sei die Durchschnittswertermittlung für die von der Gesellschaft gehaltenen Wertpapiere im Rahmen der Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens nicht nachvollziehbar (Antragsteller zu 23.). In diesem Zusammenhang müssten auch die Verlustvorträge in Höhe von 3,3 Mio. € als Sonderwert berücksichtigt werden (Antragsteller zu 11. und 42.).

Bei der Bewertung der Gesellschaft könne das Ertragswertverfahren nicht maßgeblich sein. Vielmehr sei die Ermittlung des Liquidationswerts erforderlich (Antragsteller zu 9. und 13.). Hierbei seien auch die gewerblichen Schutzrechte der Beteiligungen zu berücksichtigen (Antragsteller zu 23.).

Schließlich seien die angenommenen Erlöse aus der Beratungstätigkeit zu gering, da diese im Schnitt der Jahre 2003 bis 2012 bei 395 TEUR p.a. gelegen hätten (Antragsteller zu 6. bis 8.). Angesichts der faktischen Einstellung des Betriebs der Gesellschaft in der ewigen Rente seien die in der Planung enthaltenen betrieblichen Aufwendungen deutlich zu hoch (Antragsteller zu 42.).

Der Basiszinssatz sei deutlich zu hoch und müsse als fristadäquater Wert neu berechnet werden (Antragsteller zu 41.). Darüber hinaus seien Abzüge vorzunehmen, da Staatsanleihen nicht als risikofrei angesehen werden könnten.

Das TAX-CAPM sei bei Unternehmensbewertungen nicht anzuwenden. Eine Marktrisikoprämie von 5,5 % sei überhöht, sie beruhe auf einer fehlerhaften Arbeit von Ein aktuelles

Gutachten von [] zeige, dass ein Ansatz lediglich in Höhe von maximal 3 % gerechtfertigt sei.

Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen seien mit der Ventegis nicht zu vergleichen. Vor allem die ausländischen Unternehmen unterlägen einem anderen Grundrisiko (Antragsteller zu 15., 39. und 40.). Darüber hinaus sei das in der Peer Group verkörperte Risiko auch durch die beabsichtigte Aufgabe des Beteiligungsgeschäfts durch die Ventegis ein anderes (Antragsteller zu 6. bis 8.). Der Betafaktor müsse zudem wegen der Eigenschaft der Ventegis als abhängige Gesellschaft niedriger liegen (Antragsteller zu 31.). Für die Beratungstätigkeit könne ein Betafaktor von allenfalls 0,5 in Ansatz gebracht werden (Antragsteller zu 6. bis 8.).

Der in der ewigen Rente angenommene Wachstumsabschlag sei zu gering, da die Stundensätze für Beratungsleistungen ständig anstiegen (Antragsteller zu 30.).

Die Antragsteller beantragen,

die Barabfindung nach § 327b AktG gerichtlich höher festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge als unzulässig zu verwerfen beziehungsweise zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin ist der Auffassung, dass ein Teil der Antragsteller ihre Aktionärsstellung im Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister überhaupt nicht beziehungsweise nicht hinreichend substantiiert nachgewiesen hat.

Weitere Antragsteller, insbesondere diejenigen zu 1. bis 5., 15., 23., 24., 25., 32., sowie 43. bis 46. und 48. hätten keine zulässigen Anträge gestellt, da sie die Mindestanforderungen nicht einhielten, welche an Bewertungsrügen im Spruchverfahren zu stellen seien. Die Anträge setzten sich nicht oder allenfalls formelhaft mit den Ausführungen in Übertragungs- und Prüfbericht auseinander. Zum Teil wiesen die Anträge Angaben auf, welche ganz offensichtlich durch die Verwendung von Textbausteinen nicht an das hiesige Verfahren angepasst worden seien.

Einen Anspruch auf die Herausgabe weiterer Unterlagen, insbesondere zur Planung, besäßen die Antragsteller nicht. Die begehrten Informationen lägen entweder bereits vor oder seien öffentlich zugänglich. Darüber hinaus seien Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse von Gesellschaft, Antragsgegnerin oder der Beteiligungsunternehmen betroffen, deren Offenlegung der

Antragsgegnerin nicht zuzumuten sei. So würden konkrete Angaben zu den beabsichtigten Veräußerungserlösen die Verhandlungsposition der Ventegis erheblich schwächen, so dass eine Bekanntgabe an die Antragsteller nicht in Betracht käme.

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller seien auf die geplanten Exit-Erlöse Abschläge vorzunehmen, da diese aktuell auf dem Markt nicht erzielbar seien. Auch die Berücksichtigung der zukünftigen Verwaltungskosten der Gesellschaft sei im Rahmen der Ermittlung des NAV nicht zu beanstanden. Im Übrigen wirke sich der Barwert der Verwaltungskosten lediglich in Höhe von 0,23 EUR je Anteil aus.

Der Liquidationswert sei nicht heranzuziehen, da es sich wegen der Absicht zur Fortführung der Gesellschaft, anders als etwa der Antragsteller zu 42. meine, eben nicht um ein typisches Liquidationsszenario handle. Zudem liege dieser zwingend niedriger als der NAV, da bei einer fiktiven Liquidation Abwicklungskosten anfallen, die im NAV nicht aufliefen. Auch würden die Wertbeiträge aus dem zukünftigen Beratungsgeschäft nicht berücksichtigt werden.

Der Ansatz des technischen Bewertungsstichtages 1. Januar 2013 mit anschließender Aufzinsung auf den maßgeblichen Hauptversammlungsstichtag am 19. Juni 2013 sei nicht zu beanstanden.

Die verwendete Planung entspreche der aktuellen Beschlusslage der Leitung der Gesellschaft, wobei zu berücksichtigen sei, dass der Vorstand der Ventegis aus einer Person bestehe, die keine Beschlüsse fassen, sondern lediglich Entscheidungen treffen könne. Die vor dem Hintergrund der negativen Entwicklungen des Jahres 2012 getroffene Entscheidung, wegen der begrenzten liquiden Mittel keine neuen Beteiligungen zu erwerben, habe der Vorstand dem Aufsichtsrat in dessen Sitzung vom 7. Januar 2013 vorgelegt. Der Aufsichtsrat habe seine Zustimmung erteilt. Die Entscheidung über die Verwendung der künftig frei werdenden Liquidität sei als gewöhnliche Maßnahme der Geschäftsführung anzusehen, für die nach § 76 AktG allein der Vorstand zuständig sei. Bis zur Veräußerung der letzten Beteiligung werde auch der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand vollständig ausgefüllt, so ein der von mehreren Antragstellerin geforderter Hauptversammlungsbeschluss jedenfalls zum Stichtag nicht erforderlich gewesen sei. Im Übrigen bliebe auch völlig unklar, welches Verhalten des Vorstandes für den Fall eines Auftrages durch die Hauptversammlung, in neue Beteiligungen zu investieren, unterstellt werden solle.

Schließlich sei die Entscheidung bei Betrachtung der in der Vergangenheit erzielten Ergebnisse der Gesellschaft plausibel, da sie im Beteiligungssegment eher glücklos agiert und nicht ansatzweise die in der Branche erwarteten Mindestrenditen erzielt habe. Eine Benachteiligung der

Minderheitsaktionäre sei nicht zu erkennen, da die von einigen Antragstellern erwartete zukünftige Planrendite von 19 % reinem Wunschdenken entspringe.

Die Planung, die nicht lediglich anlassbezogen für die Zwecke des Squeeze Out erstellt worden sei, sei als optimistisch zu bezeichnen, was die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin bestätigt habe.

Eine vom Antragsteller zu 23. geforderte nähere Analyse der Vergangenheitsergebnisse sei wegen des Geschäftsmodells der Ventegis nicht sinnvoll.

Aus den abbeschriebenen Beteiligungen seien keine Zuflüsse mehr zu erwarten. Die gegenteiligen Erwartungen einiger Antragsteller entbehrten jeder Grundlage. So seien etwa im Fall der Solteature GmbH durch die noch vorhandenen Aktiva nicht einmal die Kosten des Insolvenzverfahrens abgedeckt.

Die geplanten Exit-Erlöse seien auf der Basis von Transaktions-Multiplikatoren vergangener Transaktionen geschätzt worden. Eine Ermittlung des Ertragswerts der Beteiligungsunternehmen sei nicht vorgenommen worden, so dass eine solche auch nicht vorgelegt werden könne. Die Exit-Prognosen seien durchgängig unter der Annahme erstellt worden, dass die Veräußerungspreise zum jeweiligen Veräußerungszeitpunkt deutlich höher sein würden als am Bewertungsstichtag. Die Risiken betreffend die erfolgreiche Markteinführung des Diagnoseverfahrens der Humedics GmbH sowie von Totalausfällen seien hierbei nicht berücksichtigt worden.

Die in der Planung enthaltene Veräußerung des 11,76 %-igen Anteils an der 1. Juventa Capital AG zum Buchwert sei plausibel, da sich das Eigenkapital dieser Gesellschaft, anders als behauptet, nur geringfügig erhöht habe. Zudem seien in der Planannahme zu Gunsten der Minderheitsaktionäre Vermarktungs- und Übertragungskosten unberücksichtigt geblieben.

Soweit einige Antragsteller den Ausweis der Erlöse aus dem Verkauf der Beteiligung an der Aupeo GmbH an die Panasonic Corporation of North America vermissten, seien diese tatsächlich gebucht worden. Abzüglich der Ausbuchung des Restbuchwerts und einer Einzelwertberichtigung in Höhe von 400 TEUR sei ein sonstiger betrieblicher Ertrag in Höhe von 12,1 TEUR verblieben. Die im Rahmen des Verkaufs für den Fall des Erreichens bestimmter Meilensteine vereinbarten variablen und in den Jahren 2014 und 2015 fällig werdenden Zahlungen von 424 TEUR seien vereinfachend bereits im Jahr 2013 als Zugang angesetzt worden. Die Antragsteller zu 6. bis 8. hätten diese Vorgehensweise offensichtlich verkannt, wenn sie meinten, dass sich hier deutliche

stille Reserven abgezeichnet hätten, die auch für die weiteren Beteiligungen zu untersuchen seien.

Hinsichtlich der Schnell Motoren AG hätten sich die im Jahr 2011 kommunizierten Erwartungen zum weiteren Wachstum als zu optimistisch erwiesen. Im ersten Halbjahr 2013 habe das Unternehmen sogar Verluste in Höhe von 24 Mio. EUR erwirtschaftet.

Die Umsatzannahmen für das Beratungsgeschäft seien nicht zu niedrig gewählt. Es sei nicht ersichtlich, warum die von einigen Antragstellern gewählten abweichenden Betrachtungszeiträume einen Maßstab für die zu erwartenden Umsätze liefern sollten. Anders als einige Antragsteller meinten, sei mit einem deutlich sinkenden Personalaufwand für das verbleibende Beratungsgeschäft gerechnet worden.

Die Ausschüttungsannahmen für die Detailplanungsphase seien bereits zu Gunsten der Minderheitsaktionäre angepasst worden. Zum Schluss des Detailplanungszeitraums verbleibe eine Liquidität von lediglich 64 T€ im Unternehmen, so dass eine weitere Zurechnung an die Aktionäre nicht in Betracht komme. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % für die ewige Rente entspreche der gängigen Bewertungspraxis.

Die Einwendungen der Antragsteller gegen die Verwendung von TAX-CAPM und eines Basiszinssatzes von 2,25 % seien unsubstantiiert und in der Sache nicht begründet. Der Basiszinssatz sei auch laufzeitäquivalent ermittelt worden. Die Überleitung in einen einheitlichen Zinssatz sei als zulässige rechentechnische Vereinfachung anerkannt.

Auch die Höhe der Marktrisikoprämie mit 5,5 % sei nicht zu beanstanden, da sie einer Empfehlung des AKU des IDW entspreche, welche nur wenige Tage nach dem Bewertungsstichtag noch einmal bestätigt worden sei. Ebenso sei die Ermittlung des Betafaktors nicht zu beanstanden. Diesbezüglich sei zu berücksichtigen, dass der Umstand, dass in die Planung das Risiko eines Totalausfalls bei den noch gehaltenen Beteiligungen nicht eingeflossen sei nicht bedeute, dass ein solches nicht bestehe. Soweit von einigen Antragstellern die Verwendung des eigenen Betas der Ventegis gefordert werde übersähen diese, dass der einzige Wert, der valide habe festgestellt werden können, mit 1,05 über dem aus der Peer Group abgeleiteten Wert liege. Deren Zusammenstellung sei zutreffend erfolgt, wobei Länderrisiken durch die Ableitung der Betafaktoren aus dem jeweiligen Landesindex keine maßgebliche Rolle spielen könnten.

Schließlich sei auch die Wachstumsrate von 1,0 % in der ewigen Rente nicht zu niedrig, da die Ventegis ab dem Beginn dieses Zeitraums nur noch Beratungsleistungen erbringen werde. Unter

Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums ergebe sich eine rechnerische Gesamtwachstumsrate von 4,1 %.

Die Einwendungen der Antragsteller seien auch unbegründet, soweit sie die Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens betreffen. Es sei sinnvoll gewesen, den Wert der von der Gesellschaft gehaltenen Wertpapiere mit einem Durchschnittskurs zu berechnen, um Schwankungen auszugleichen. Dabei sei ein Dreimonatszeitraum mit dem 5. April 2013 als Enddatum betrachtet worden. Wesentliche Änderungen hätten sich zum Bewertungsstichtag nicht ergeben, wie der Prüfer bestätigt habe. Wegen der im Planungsverlauf anfallenden Liquidität sei davon ausgegangen worden, dass Mittel für das Bestreiten der Aufwendungen für drei Monate im Unternehmen verbleiben müssten.

Für die vorhandenen ertragssteuerlichen Verlustvorträge sei zutreffend kein Sonderwert angesetzt worden, da im Rahmen der Unternehmensbewertung vollständig auf den Ansatz von Ertragssteuern verzichtet worden sei. Dies habe zur Folge, dass die Verlustvorträge in vollem Umfang verbraucht würden. Auch der Wert des steuerlichen Einlagenkontos sei entgegen der Annahme einiger Antragsteller angesetzt worden.

Der Börsenkurs der Ventegis Aktie sei für die Höhe der Barabfindung nicht maßgeblich, da der Handel im Dreimonatszeitraum vor der erstmaligen Bekanntgabe der Strukturmaßnahme nicht ausreichend liquide im Sinne des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO gewesen sei. Dies folge aus der geringen Zahl der abgeschlossenen Geschäfte und der Breite der festgestellten Spreads. Soweit im Übertragungsbericht davon die Rede gewesen sei, dass an allen Handelstagen eine Nachfrage nach den Aktien der Ventegis bestanden habe, sei dies unzutreffend und habe auf einer unrichtigen Interpretation der Bloomberg-Daten beruht.

Am 12. Dezember 2014 hat die Kammer eine mündliche Anhörung unter Beteiligung der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin durchgeführt. Wegen deren Inhalten und Ergebnissen wird auf die Sitzungsniederschrift Bezug genommen (Bd. 29 Bl. 127 ff. d.A.).

Mit Schriftsatz vom 5. Februar 2015 hat die Antragsgegnerin ihre Annahmen zu den Exit-Zeitpunkten und -Erlösen für die zum Bewertungsstichtag gehaltenen vier Beteiligungen offengelegt.

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge waren überwiegend zulässig.

1. Die Anträge der am Verfahren beteiligten Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis 29. Oktober 2013 bei Gericht eingegangen. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, waren die Antragschriften jeweils vorab per Telefax eingereicht worden.

2. Mit Ausnahme der Antragstellerin zu 48) haben alle Antragsteller urkundlich nachgewiesen, dass sie bei Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Ventegis Anteilsinhaber gewesen sind.

Soweit dies nicht innerhalb der Antragsfrist geschehen ist, war dies unschädlich, da sie – neben den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben – jeweils mitgeteilt haben, im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionäre der Ventegis gewesen zu sein. Eine Pflicht zu einem Nachweis innerhalb der Antragsfrist folgt aus dem Verweis in § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG auf § 3 SpruchG nicht. Die Darlegung der Antragsberechtigung „nach § 3 SpruchG“ bezieht sich darauf, dass der Antragsteller in der Antragsbegründung vortragen muss, zu dem in § 3 Satz 1 und Satz 2 SpruchG für die jeweilige Strukturmaßnahme genannten Zeitpunkt Anteilsinhaber zu sein beziehungsweise gewesen zu sein. Auf eine Darlegung in der Form eines Nachweises wird damit nicht verwiesen. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während ein Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist. § 3 Satz 3 SpruchG begründet keine eigenständige Nachweispflicht, sondern beschränkt den Nachweis der Stellung als Aktionär auf Urkunden und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).

3. Die Antragstellerin zu 48) hat den ihr obliegenden Nachweis ihrer Aktionärsstellung nicht in ausreichender Form erbracht, da sie lediglich eine Ausbuchungsmitteilung ihrer Depotbank in Kopie zu den Akten gereicht hat. Die Antragsgegnerin hat ihre Aktivlegitimation ausdrücklich bestritten, so dass ihr Antrag als unzulässig zu verwerfen war.

a) Der Nachweis der Antragsberechtigung ist gemäß § 3 Abs. 1 S. 2 SpruchG ausschließlich durch Urkunden zu führen (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.). Üblicherweise werden unterzeichnete Bankbescheinigungen vorgelegt. Die vorgelegten Urkunden müssen darüber hinaus der Schriftform nach § 126 BGB entsprechen. Die Urkunde muss daher von dem Aussteller, das heißt dem Kreditinstitut, unterzeichnet sein (vgl. Hüffer, AktG, 11. Auflage, § 305 Anhang, Rn. 7 zu § 3 SpruchG). Die Antragstellerin zu 48) hat jedoch lediglich Abrechnungen über den Kauf von Aktien der Ventegis am 6. März und 23. April 2013 sowie eine Ausbuchungsbestätigung ihrer Depotbank vorgelegt. Wie die Antragsgegnerin zutreffend geltend macht, ist insoweit nicht ausgeschlossen, dass eine zwischenzeitliche Veräußerung und ein Wiedererwerb von Aktien stattgefunden haben, so dass nicht hinreichend feststeht, dass die Antragstellerin am 24. Juli 2013 im Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses tatsächlich Aktionärin der Gesellschaft gewesen ist.

b) Ein fehlender oder mangelhafter Nachweis der Antragsberechtigung führt zur Unzulässigkeit des Antrags und nicht zur Unbegründetheit (vgl. KG, Vorlagebeschluss vom 31. Oktober 2007, AG 2008, 295; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 1907, 1910; Klöcker/Frowein, SpruchG, Rz. 2 zu § 3 SpruchG; Volhard in MünchKomm/AktG, 3. Aufl., Rz. 11 zu § 3 SpruchG).

4: Dagegen waren die Anträge der Antragsteller zu 1) bis 5), 15), 23) bis 25), 39), 40) und 46) nicht wegen des Fehlens konkreter Bewertungsrügen im Sinne des § 4 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 Nr. 4 SpruchG zurückzuweisen. Nach dieser Vorschrift sind Antragsteller im Spruchverfahren gehalten, konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Abfindung nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Grundsätzlich dürfen die Anforderungen an die Darlegungslast der Antragsteller aber nicht überspannt werden.

a) Für die Konkretisierung dieser Mindestanforderungen ist vor allem auf die Funktion der Vorschrift des § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG abzustellen, die Überprüfung der maßgeblichen Unternehmensbewertung auf die von den Antragstellern vorgebrachten Rügen zu beschränken, um die Erhebung globaler und damit zeitintensiver Sachverständigengutachten zur Unternehmensbewertung nach Möglichkeit auszuschließen (vgl. Fritzsche/Dreier/Verführth, SpruchG, 1. Aufl., Rz. 18 zu § 4 SpruchG). Das Erfordernis konkreter Einwendungen soll pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausschließen, die sich in formelhaften Beanstandungen der üblicherweise bei Unternehmensbewertungen gewählten Bewertungsgrundlagen erschöpfen (vgl. Krieger in Lutter, UmwG, 3. Aufl., Rz. 18 zu § 4 SpruchG; Fritzsche/Dreier/Verführth, a.a.O., Rz. 19 zu § 4 SpruchG).

b) Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär beziehungsweise die betroffene Gesellschaft als Bewertungsobjekt im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügen und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puzkajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rz. 7f. zu § 4 SpruchG). Zu fordern ist daher zumindest, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. LG München I, ZIP 2010, 1995, 1996). Daher ist es ausreichend, wenn ein Antragsteller seinen Angriff auf die Unternehmensbewertung auf einzelne überprüfbare Punkte beschränkt, solange die diesbezügliche Kritik auch begründet wird (vgl. auch OLG Frankfurt, NZG 2006, 674, 675).

c) Diesen Anforderungen werden die Anträge der oben genannten Antragsteller (noch) gerecht. Wenn ein Antragsteller zumindest eine zulässige Rüge erhebt, kann sein Antrag nicht als unzulässig verworfen werden, auch wenn die Antragschrift sonst Unrichtigkeiten enthält. Eine Auseinandersetzung mit dem gesamten Übertragungsbericht ist entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin nicht erforderlich.

aa) Die Antragsteller zu 1) bis 5) setzen sich in ihrem Antrag mit dem ihrer Auffassung nach für die Höhe der Abfindung maßgeblichen Börsenkurs und dessen Höhe auseinander. Ferner kritisieren sie einzelne Punkte der Planungsrechnung, insbesondere den ihrer Auffassung nach angesichts der geplanten Einstellung des überwiegenden Teils der bisherigen Geschäftstätigkeit der Gesellschaft überhöhten Personalaufwand. Darüber hinaus kritisieren sie die nach ihrer Ansicht unzutreffende Zusammensetzung der Peer Group bei der Ermittlung des Betafaktors. Sämtliche Punkte können im Hinblick auf einen Einfluss auf die Höhe der von der Antragsgegnerin zu leistenden Kompensation nicht als von vornherein unerheblich angesehen werden.

bb) Die Antragsteller zu 15) und 25) nehmen zur Frage der Maßgeblichkeit des Börsenkurses Stellung und meinen insoweit, dass eine unter 3,00 EUR je Stückaktie liegende Abfindung nicht gerechtfertigt sei. Ferner beschäftigen sie sich mit den in der Peer Group enthaltenen Unternehmen und der Frage, ob angesichts der unterschiedlichen Risiken die Einbeziehung von ausländischen Vergleichsunternehmen zielführend ist. Angesichts der im Übertragungsbericht und im Prüfgutachten nicht vollständig offengelegten Grundlagen der Bewertung konnten sich der Antragsteller weiterhin darauf beschränken, diesen Umstand zu rügen und insoweit auch zu

bemängeln, dass der Verbleib des Erlöses für den Verkauf von Anteilen an der AUPEO GmbH im Jahr 2013 aus den im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses vorliegenden Unterlagen nicht ersichtlich war.

cc) Der Antrag des Antragstellers zu 23) erfüllt die gesetzlichen Anforderungen an eine hinreichende Begründung nur knapp, da es grundsätzlich nicht ausreicht, die im Rahmen der Bewertung getroffenen Annahmen lediglich in Frage zu stellen. Auch hier gilt aber die oben bereits angesprochene Besonderheit, dass es wegen der intransparenten Vorgehensweise bei der Darstellung der Zuflüsse aus dem Verkauf der letzten gehaltenen Beteiligungen ausreichte, die Bestimmung der Abfindungshöhe in diesem Punkt pauschal zu kritisieren. Dies gilt auch im Hinblick auf die Anträge der Antragsteller zu 26) und 43).

dd) Die Antragstellerin zu 24) beschäftigt sich intensiv mit der Beteiligung der Ventegis an der Schnell Motoren AG und meint, dass allein bei deren zutreffender Bewertung auch der Ertragswert der Gesellschaft höher läge. Auch dies reicht als konkrete Rüge im Sinne des § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG aus, denn die Aufgabe der Antragsteller kann sich letztlich nur auf das Aufzeigen von (möglichen) Unplausibilitäten beschränken.

ee) Die Antragsteller zu 39) und 40) betrachten gleichfalls die Beteiligung an der Schnell Motoren AG und ziehen hieraus den Schluss, dass der Wert der Ventegis schon bei der isolierten Betrachtung des Werts dieses Investments höher liegen müsse als von der Antragsgegnerin festgesetzt. Ferner weisen sie auf die ihrer Meinung nach fehlerhafte Einbeziehung der ausländischen Unternehmen in die Peer Group hin, da die unterschiedlichen durchschnittlichen Betafaktoren der inländischen und ausländischen Vergleichsunternehmen auf ein abweichendes Grundrisiko hinwiesen.

ff) Auch der Antragsteller zu 46) setzt sich hinreichend mit verschiedenen Aspekten des Inhalts des Übertragungsberichts auseinander, so dass auch hier eine Zurückweisung des Antrages wegen fehlender Begründung nicht in Betracht kam. Wie bereits oben erwähnt, reicht es aus, wenn Punkte der Bewertung gerügt werden, welche sich auf deren Ergebnis und damit auf die Höhe der zu zahlenden Barabfindung auswirken können.

B. Begründetheit der Anträge

Die Spruchverfahrensanträge erwiesen sich in der Sache jedoch als unbegründet. Der den Antragstellern von der Antragsgegnerin gemäß § 327b AktG gezahlte Betrag in Höhe von 2,70 € je Stückaktie der Ventegis Capital AG war nicht zu erhöhen. Es war nicht ersichtlich, dass eine

Kompensation in dieser Höhe keine angemessene Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet.

1. Verfahrensanhträge

Den Anträgen – etwa der Antragsteller zu 35) bis 38) – auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin, war durch die Kammer nicht nachzugehen.

a) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen.

Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

Ebenso wenig handelt es sich bei den Planungsrechnungen der Beteiligungsunternehmen um Unterlagen, über welche die Antragsgegnerin frei verfügen kann. Auch wenn ihr beziehungsweise der Ventegis Einblick in die internen Planungen der im Bewertungsstichtag verbliebenen Beteiligungen gewährt worden sein sollte, liegt auf der Hand, dass der Antragsgegnerin eine Offenlegung der entsprechenden Daten nicht zusteht, soweit sie ihr nicht zur Weitergabe zur Verfügung gestellt worden sind. Es war der Antragsgegnerin nicht zuzumuten, sich hier möglicherweise Schadensersatzansprüchen auszusetzen.

b) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der im Einzelnen fehlenden Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren. Lediglich eine pauschale, nicht ganz fern liegende Vermutung, dass bestimmte Informationen für die Bestimmung des Ertragswerts der Ventegis von Bedeutung sein könnten, reicht nicht aus. § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG enthält keine gesetzlich vorgesehene Verpflichtung des Gerichts, auf Veranlassung der Antragsteller eine Ausforschung nach für das Verfahren relevanten Unterlagen zu betreiben.

2. Höhe der Abfindung nach § 327 b AktG

Gemäß § 327b AktG legt der Hauptaktionär, der eine Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen will, die Höhe der Barabfindung fest, welche die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses berücksichtigen muss. § 327f AktG gibt vor, dass die Höhe der Abfindung angemessen zu sein hat, wobei dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft werden muss, 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. Wertermittlung

a) Ertragswertverfahren

Sowohl im Bewertungsgutachten als auch, dem folgend, im Prüfbericht, ist der Unternehmenswert der Ventegis zum 19. Juni 2013 nach der Ertragswertmethode ermittelt worden.

aa) Die Anwendung dieser Methode für die Bemessung des Werts eines „arbeitenden“ Unternehmens 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). Danach 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 definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich 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).

bb) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den 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 objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden 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 zu ihren Gunsten 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.

cc) 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 und darf von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärt betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

dd) 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, 7. Aufl., Rz. 374).

ee) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären zu gewähren 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.

ff) 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), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der

Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da sonst die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

b) Detailplanung

Nach dem oben Gesagten kam es für die Bestimmung einer „angemessenen Barabfindung“ im Sinne des § 327b Abs. 1 AktG zunächst auf den Ertragswert der Ventegis Capital AG zum Stichtag 19. Juni 2013 an. Dieser beträgt gemäß den Berechnungen der Bewertungsgutachterin 2,61 EUR und nach dem Prüfgutachten von - je nach Höhe der Marktrisikoprämie – zwischen 2,65 EUR und 2,69 EUR je Stückaktie. Beide Werte liegen unterhalb der von der Antragsgegnerin gewährten Barabfindung, so dass vorrangig die Frage zu beantworten war, ob die gegen die Bewertung von Seiten der Antragsteller erhobenen Einwendungen geeignet sind, zu einem oberhalb des Betrages von 2,70 EUR liegenden Ertragswert zu führen. Dies war nach Überzeugung der Kammer nicht der Fall.

aa) Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren die Besonderheit, dass es sich für die Gerichte grundsätzlich verbietet, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planung von Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive wie auch für negative Abweichungen.

bb) Die Kammer hielt die Planung in Ansehung der Vergangenheitsentwicklung und der Marktsituation der Ventegis für nachvollziehbar und vertretbar, so dass entgegen der Forderung einiger Antragsteller keine vollständige Neubewertung des Unternehmens durchzuführen war. Es waren entgegen der von einigen Antragstellern vertretenen Auffassung auch keine Anhaltspunkte dafür zu erkennen, dass die Planung, welche der Bewertung zugrunde gelegt worden ist, lediglich

anlassbezogen aufgestellt worden ist und damit nicht die tatsächlichen Erwartungen der Leitung der Gesellschaft zum Stichtag widerspiegelt.

cc) Die im Beschluss vom 7. Januar 2013 und der darauf aufbauenden Planung zum Ausdruck kommende negative Einschätzung der weiteren Erfolgsaussichten der nach der bisherigen Unternehmenstätigkeit als Kernbereich der Gesellschaft zu bezeichnenden Investmentsparte war nicht unplausibel und daher der Bewertung zugrunde zu legen. Die pessimistische Zukunftssicht der Organe der Ventegis wird bei einem Blick auf das Gesamtergebnis der in der Vergangenheit eingegangenen Beteiligungen bestätigt. Es ist dem Unternehmen in dem Zeitraum ab dem Jahr 2001 nicht gelungen, eine positive Rendite zu erwirtschaften. Vielmehr waren Verluste in Höhe von gut 10 % des investierten Kapitals zu verzeichnen. Nach den Ausführungen im Prüfbericht erwies sich jedes dritte Investment der Gesellschaft als Totalverlust. Hinzu kamen die erst im Jahr 2012 entstandenen erheblichen Verlusten aus dem Engagement in die Solteature GmbH. Hier hatte sich Ventegis an Sanierungsversuchen beteiligt und damit infolge der Insolvenz der Solteature nicht nur das ursprüngliche Investment, sondern weitere Finanzmittel abschreiben müssen.

dd) Der Vorstand hielt es daher nach den Ausführungen der Antragsgegnerin - wohl berechtigt - für ungewiss, ob aus Sicht des Bewertungsstichtages in der Zukunft eine bessere Performance erzielt werden könnte. In diesem Zusammenhang spielte nach Ansicht der Kammer auch die Größe der Ventegis eine Rolle, da bei der eher geringen Zahl der eingegangenen Engagements ein beständiger Ausgleich zwischen erfolgreichen und fehlgeschlagenen Investments eher nicht zu erwarten war und eine deutliche Ausweitung der Tätigkeit nicht im Raum stand.

ee) Soweit einige Antragsteller, etwa der Antragsteller zu 23., eine nähere Analyse der Vergangenheitsergebnisse fordern, war angesichts der Besonderheiten des Geschäftsmodells der Ventegis nicht ersichtlich, inwieweit damit ein Erkenntnisgewinn für die Prognose der zukünftigen Entwicklung verbunden sein sollte. Die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin führt auf S. 47 ihres Gutachtens diesbezüglich aus, dass insbesondere der Verkauf einzelner von der Gesellschaft gehaltener Beteiligungen zu in der Höhe meist sehr unterschiedlichen finanziellen Überschüssen in den einzelnen Perioden geführt habe. Daher hätte eine Vergangenheitsanalyse im Hinblick auf die Planungstreue der Gesellschaft keine Aussagekraft. Dieser Analyse schließt sich die Kammer vollumfänglich an.

ff) Selbst wenn man der Argumentation einiger Antragsteller folge wollte, dass unter Verwendung der zum Stichtag vorhandenen Liquidität sowie der geplanten Zuflüssen aus dem Verkauf von Beteiligungen neue Investments finanziert werden könnten, stellte sich die Problematik, wie eine

hypothetische Planung für die Jahre ab 2014 aussehen sollte. Bei Betrachtung der Vergangenheitsentwicklung der Investments und Divestments der Ventegis dürfte es jedenfalls in keiner Weise plausibel sein, pauschal eine positive Entwicklung der weiteren Geschäftsaussichten mit Annäherung an die in der Branche erwartete Mindestrendite von 19 % zu unterstellen. Vielmehr wäre es bereits eine optimistische Annahme, wenn das regelmäßige Erreichen eines ausgeglichenen Geschäftsergebnisses zugrunde gelegt würde. Vor diesem Hintergrund dürfte sich die tatsächliche Planung, die Gewinne aus den verbliebenen Beteiligungen vorsieht, im Ergebnis nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirken.

gg) Dass es sich bei dem Erwerb und der Veräußerung von Beteiligungen an Start-Up-Unternehmen um ein zyklisches und angesichts der bestehenden Risiken von Totalausfällen um ein relativ schwer prognostizierbares Geschäft handelt, zeigt schon der Blick auf die Ergebnisse der Gesellschaft in den Jahren 2010 bis 2012. Insoweit erscheint es kaum möglich, aus der jüngeren Vergangenheit heraus einen Median zu entwickeln, welcher einen Maßstab für eine fiktive Zukunft bilden könnte.

hh) Die Barabfindungsprüferin hat in ihren ergänzenden Ausführungen vom 14. November 2014 zutreffend dargestellt, dass es auch rein faktisch so gut wie unmöglich wäre, anstelle der von der Ventegis vorgelegten Planung eine fiktive Planung unter Fortsetzung des Beteiligungsgeschäfts durch die Gesellschaft zu modellieren. nimmt bei einer derartigen Alternativplanung einen Verstoß gegen das Wurzelprinzip an, da vom Vorstand der Ventegis konkret keine neuen Investitionen geplant gewesen seien. Unabhängig von dieser Frage bedürfte ein solches Szenario aber ganz konkreter Investitionsobjekte und –summen mit dazugehörigen Exit-Strategien und Renditeerwartungen. Da es – gerade in Bereich von Start-Up-Unternehmen – keine modelltypischen Unternehmen gibt, fehlen jegliche Eckpunkte eines fiktiven Geschäftsverlaufs nach Veräußerung der verbliebenen Beteiligungen.

c) Fehler im Planungsprozess

Die gegen die Verwertbarkeit der Planung vorgebrachten formellen Einwendungen konnten keinen Erfolg haben.

aa) Fehlen einer ordnungsgemäßen Beschlussfassung

Die Antragsteller zu 6. bis 8., 12. sowie der gemeinsame Vertreter machen geltend, dass die der Unternehmensplanung zugrunde liegende Entscheidung vom 7. Januar 2013, das Beteiligungsgeschäft auslaufen zu lassen und nur noch die bei der Gesellschaft verbliebenen

Beteiligungen bis zum einem Abverkauf zu betreuen, nicht ordnungsgemäß getroffen worden sei. Es fehle an der aus aktienrechtlicher Sicht erforderlichen Beschlussfassung des Vorstandes:

Zu diesem Punkt hat die Antragsgegnerin nachvollziehbar vorgetragen, dass bei der Ventegis ohnehin keine Beschlussfassung des Vorstandes im engeren Sinne stattfinden kann, da dieser lediglich aus einer Person besteht. Vor diesem Hintergrund war nicht zu beanstanden, dass auch die wesentlichen Entscheidungen über die zukünftige Ausrichtung der Gesellschaft in einer gemeinsamen Sitzung von Vorstand und Aufsichtsrat getroffen worden ist.

bb) Fehlende Zustimmung der Hauptversammlung

Die Kammer hielt die Planung auch nicht aus dem Grund für unbeachtlich, dass wegen der mit ihr verbundenen Aufgabe des Beteiligungsgeschäfts eine förmliche Zustimmung der Hauptversammlung fehlt, wie einige Antragsteller und der gemeinsame Vertreter geltend machen.

aaa) Nach der Regelung in § 119 Abs. 2 AktG ist eine Zuständigkeit der Hauptversammlung für Fragen der Geschäftsführung, zu denen auch die Aufstellung von Unternehmensplanungen gehört, von einem Verlangen des Vorstands abhängig (vgl. auch Hüffer, a.a.O., Rz. 11 zu § 119 AktG). Fehlt – wie im vorliegenden Fall – ein solches, ist eine Zustimmung der Hauptversammlung zu einer entsprechenden Maßnahme weder aus § 119 AktG noch aus ungeschriebenem Recht erforderlich.

bbb) Eine Zustimmung der Hauptversammlung war auch nicht nach Maßgabe der §§ 119 Abs. 1 Nr. 8, 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG erforderlich, da die vorgelegte Planung der Gesellschaft nicht deren förmliche Auflösung beinhaltet. So soll auf Dauer das Beratungsgeschäft fortgeführt werden, auch wenn damit im Verhältnis zum früheren Geschäftsmodell der Ventegis nur vergleichsweise bescheidene Umsätze erzielt werden sollen.

ccc) Die Kammer halte es ohnehin für verfehlt, die Frage der Plausibilität der Planung im Rahmen des Spruchverfahrens mit Form- oder Beteiligungsvorschriften des Aktienrechts zu verknüpfen. Zudem wäre die Antragsgegnerin mit der ihr zukommenden Mehrheit der Anteile ohnehin in der Lage gewesen, jeden rechtlich zulässigen Beschluss zu fassen.

d) Bewertung des Beteiligungsgeschäfts

Die Ventegis sieht in der Planung vor, ihre am 19. Juni 2013 noch vorhandenen Beteiligungen an der Schnell Motoren AG, der Humedics GmbH sowie der OpTricon GmbH in den Jahren 2014 bis

2016 gewinnbringend zu veräußern. Für die Beteiligung an der 1. Iuventa Capital AG geht sie von einem Verkauf zum Buchwert aus.

Die Antragsgegnerin hat mit ihrem Schriftsatz vom 5. Februar 2015 im Einzelnen dargelegt, auf welche Weise sie die Prognosen für die Exit-Erlöse erstellt hat, welche in die Planung eingeflossen sind. Ferner hat sie die vorgesehenen Zeitpunkte für die Veräußerung der noch gehaltenen Beteiligungen mitgeteilt. Ein Aufklärungsbedarf hinsichtlich dieser zunächst offenen Parameter der Bewertung bestand daher nicht mehr.

aa) Angesichts der grundsätzlichen Problematik der Vorherbestimmung zukünftiger Exit-Erlöse sah sich die Kammer nicht gehalten, zu diesem Punkt weitere Ermittlungen anzustellen oder eine ergänzende Begutachtung anzuordnen. Die Prüferin hat die von der Gesellschaft vorgenommenen Prognosen im Ergebnis als (zu) optimistisch bewertet, so dass sich für eine planmäßige Verkürzung der Ertragsaussichten zu Lasten der Minderheitsaktionäre keine hinreichenden Anhaltspunkte ergaben. Im Übrigen führt auf S. 11 des Prüfberichts nachvollziehbar aus, dass zukünftige Exit-Preise nur schwer antizipiert werden können, da sich die Beteiligungen zum Zeitpunkt der vorgesehenen Veräußerung regelmäßig in einer anderen Unternehmensphase befinden.

bb) Es war auch insbesondere weder geboten noch realistischer Weise möglich, separate Ertragswertgutachten nach IDW S1 für die Unternehmensbeteiligungen der Ventegis zum Bewertungsstichtag einzuholen. Die Anordnung einer Vorlage derartiger Gutachten durch die Gesellschaft kam nicht in Betracht, da die Antragsgegnerin betont hat, dass ein Ertragswertkalkül im Rahmen der Ermittlung der Exit-Preise keine entscheidende Rolle gespielt hat und aus diesem Grunde keine anlassbezogene Bewertung der Beteiligungsunternehmen stattgefunden hat.

cc) Es handelt sich um ein grundlegendes Fehlverständnis, wenn etwa der Antragsteller zu 11. im Schriftsatz vom 31. März 2015 geltend macht, es sei der (objektivierte) Unternehmenswert der Beteiligungsunternehmen zu ermitteln, was sich unmittelbar in einem höheren Wert der Ventegis niederschlagen würde.

Der Unternehmenswert der Ventegis setzt sich nicht aus der Summe der quotalen Werte der gehaltenen Beteiligungen unter Addition des Beratungsgeschäfts und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens zusammen. Die Erträge der Gesellschaft bestimmen sich vielmehr nach den zu erwartenden Exit-Erlösen, die gerade nicht mit einem Bruchteil des Werts der Beteiligungsgesellschaft identisch sind. Zwar wird sich ein potenzieller Erwerber einer der verbliebenen Beteiligungen grundsätzlich an deren langfristigen Ertragsaussichten im Zeitpunkt

des Geschäftsabschlusses orientieren. Zu welchen Konditionen ein solches, an tatsächlichen Grenzpreisen orientiertes Geschäft aber tatsächlich abgeschlossen wird, kann nur schwer prognostiziert werden. In diesem Zusammenhang sind auch wertmindernde Faktoren wie Mitarbeiteroptionspläne, Liquidationspräferenzen und zu übernehmende Fremdverbindlichkeiten in das Kalkül aufzunehmen, da diese unmittelbar kaufpreismindernd wirken. Die zu erwartenden Erträge der Ventegis bestehen daher (lediglich) aus den der Gesellschaft nach Abzug der bilanziellen Anschaffungskosten zufließenden Nettoerlösen.

dd) Für die Bestimmung des Werts der Ventegis waren darüber hinaus auch nicht die Werte der Beteiligungsunternehmen gerade zum Bewertungsstichtag maßgeblich.

Da die Gesellschaft nach der vorgelegten Planung zwar das VC-Geschäft aufgeben will, insoweit aber – anders als die Antragsteller zu 9. und 13. behaupten – keine Liquidation geplant ist, kommt es auf die Werte zum jeweiligen Exit-Zeitpunkt an. Wie sich aus den Ausführungen im Bericht der Barabfindungsprüferin entnehmen lässt, steht dieser Zeitpunkt regelmäßig nicht im freien Ermessen der Gesellschaft. Vielmehr wird ein Exit-Szenario bereits zu Beginn der Beteiligung gemeinsam mit dem Management des Beteiligungsunternehmens oder mit anderen Investoren gemeinsam festgelegt (vgl. Prüfbericht S. 16 und 46), so dass der jeweils in der Zukunft liegende Wert entscheidend ist. Die zu erwartenden Exit-Preise sind aber nicht maßgeblich von den Ertragserwartungen der Beteiligungen im Bewertungsstichtag abhängig, sondern von der wirtschaftlichen Situation und den Perspektiven des zu betrachtenden Unternehmens im Zeitpunkt des Exits. Weiterhin spielen die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen zum Exit-Zeitpunkt und das Verhandlungsgeschick beim Verkauf eine wesentliche Rolle (vgl. Gleißner in Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 218).

Dieser Umstand erfordert gegenüber einem gewöhnlichen Ertragswertkalkül mehrfache Prognoseebenen, was sich in der Einschätzung der Barabfindungsprüferin widerspiegelt, wenn sie erklärt, dass die Exit-Preisprognose von verschiedenen Einflussfaktoren abhängen, deren Eintritt nur schwer zu beurteilen sei (Prüfbericht S. 45).

Schließlich war im Hinblick auf die Bewertung der von der Ventegis gehaltenen Beteiligungen auch zu berücksichtigen, dass es sich jeweils um Minderheitsbeteiligungen handelt, die aufgrund ihrer Höhe keine dezidierten Einflussmöglichkeiten auf die Entscheidungsfindung in den Hauptversammlung der Schnell Motoren AG beziehungsweise den Gesellschafterversammlungen der sonstigen Beteiligungsunternehmen bieten. Dieser Umstand wirkt sich bei einer Veräußerung der Beteiligungen tendenziell wertmindernd aus.

ee) Jedenfalls im Prüfgutachten finden sich auch hinreichende Ausführungen über den Geschäftsgegenstand und die Marktposition der einzelnen Beteiligungsunternehmen, so dass das von einigen Antragstellern insoweit verortete Informationsdefizit von Seiten der Kammer nicht nachvollzogen werden konnte.

e) Einzelne Beteiligungen

aa) 1. Iuventa Capital GmbH

Hinsichtlich der Beteiligung der Ventegis an der 1. Iuventa Capital GmbH, einer Gesellschaft, die ihrerseits Beteiligungen erwirbt und veräußert sowie stille Einlagen vergibt, plante der Vorstand eine Veräußerung lediglich zum Buchwert, mithin ohne Ausweis eines Gewinns oder Verlustes. Eine Fehlerhaftigkeit der Einschätzung, dass ein Verkauf der Beteiligung nur mit einem – nach einer bereits in der Vergangenheit erfolgten Teilabschreibung – neutralen Ergebnis möglich sein werde, war für die Kammer nicht zu erkennen.

Der Einwand der Antragsteller zu 9. und 13., dass die 1. Iuventa Capital GmbH im Jahr 2009 ihr Eigenkapital erhöht habe, war insoweit nicht stichhaltig. Zum einen ist die darauf basierende Behauptung der Antragsteller, es sei davon auszugehen, dass in der Folgezeit weitere Kapitalerhöhungen stattgefunden haben, offensichtlich eine reine Vermutung. Zum anderen ergibt sich aus einer Erhöhung des Eigenkapitals nicht automatisch ein höherer Wert der Gesellschaft im Sinne gesteigerter Ertragserwartungen. Allein diese sind aber ein wesentlicher Faktor für den zu erwartenden Verkaufserlös der Beteiligung, nicht dagegen die Höhe des bilanziellen Eigenkapitals. Die Antragsgegnerin hat zu diesem Punkt in ihrer Antragsabweisung ausgeführt, dass das Anfang 2014 für die 1. Iuventa Capital GmbH ein Eigenkapital von 232.000,00 ausgewiesen worden sei, womit der prozentuale Anteil der Ventegis bei einer Beteiligung von 11,76 % bei 26.600,00 EUR gelegen habe – gegenüber einem Buchwert von 25.000,00 EUR. Die entsprechende Differenz liegt umgerechnet auf die einzelne Aktie der Ventegis deutlich unter einem Cent, so dass auch eine – nach Ansicht der Kammer unzutreffende – Bewertung der Gesellschaft mit der Höhe ihrer Eigenkapitalbasis keinen Einfluss auf die Höhe des den Minderheitsaktionären zustehenden Abfindungsanspruchs haben könnte.

bb) Schnell Motoren AG

Von den weiteren drei Beteiligungen der Ventegis befand sich lediglich die Schnell Motoren AG nicht mehr in der Start-Up Phase. Das Unternehmen generierte in den Jahren 2010 und 2011

nicht nur deutlich steigende Umsätze, sondern war auch in der Lage, diese im Jahr 2011 in gegenüber 2010 steigende Gewinne umzusetzen.

Die Ventegis hatte nach dem Stand der Planung zum Bewertungsstichtag die Veräußerung dieser Beteiligung für das Jahr 2014 vorgesehen und dabei einen Exit-Erlös in Höhe von 2,243 Mio. EUR erwartet. Eine deutliche Unterschätzung des Werts der Beteiligung war, wie auch sonst, nicht zu erkennen, so dass weitere Untersuchungen von Seiten der Kammer weder erforderlich noch zielführend waren.

Bei der Schnell Motoren AG handelt es sich nach der eigenen Einschätzung des Unternehmens um den weltweit führenden Hersteller von Zündstrahl-Blockheizkraftwerken (Prüfbericht S. 30), der in der Vergangenheit besonders von den günstigen Rahmenbedingungen auf dem deutschen Markt in Form staatlicher Fördermaßnahmen profitieren konnte. Wie die auf S. 31 des Prüfberichts eingeblendete Grafik zeigt, ist die Zahl der in Deutschland installierten Biogasanlagen im Zeitraum seit der Unternehmensgründung 1992 bis zum Jahr 2011 erheblich angestiegen. Insbesondere zwischen 2005 und 2011 ist eine deutliche Aufwärtsentwicklung bei der installierten Anlagenbasis zu erkennen. Nach den Ausführungen im Prüfbericht war ab 2012 durch die Reform des EEG, welche Einschnitte bei den garantierten Einspeisevergütungen vorsah, jedoch eine Trendwende zu erwarten, so dass künftig mit deutlich weniger Neuinstallationen zu rechnen war. Da Schnell bereits auch auf Auslandsmärkten aktiv war, plante das Unternehmen ab 2009, als Änderungen im EEG absehbar wurden, die Ausweitung seiner Auslandsaktivitäten. Darüber hinaus generiert der vorhandene Bestand von Anlagen neben Einnahmen im Servicebereich Folgegeschäfte durch die Notwendigkeit des Austauschs von abgenutzten Geräten.

Dennoch haben sich die Änderungen des regulatorischen Umfeldes offensichtlich negativ auf die Geschäftsentwicklung der Schnell Motoren AG ausgewirkt, da sich der Umsatz in 2012 gegenüber 2011 um 38 % und das Jahresergebnis um 97 % reduziert hat. Nach den unbestritten gebliebenen Ausführungen der Antragsgegnerin in ihrem Schriftsatz vom 28. April 2014 hat sich diese Negativentwicklung im ersten Halbjahr 2013 fortgesetzt, indem der Umsatz unter den hälftigen Wert des Jahres 2010 gefallen ist, was zu einem Verlust in Höhe von 24 Mio. EUR geführt hat. Die Antragsgegnerin macht insoweit nachvollziehbar geltend, dass es sich bei der Schnell Motoren AG im Bewertungszeitpunkt um einen Sanierungsfall handelte.

Bei dieser Ausgangssituation, die im Zeitpunkt der Hauptversammlung absehbar war, ist es realitätsfern, die voraussichtliche Umsatzentwicklung der Schnell Motoren AG vom Wert des Jahres 2011 ausgehend hochzurechnen, wie es die Antragsteller zu 39. und 40. sowie 44. und 45. tun wollen. Vielmehr spricht vieles für die von der Antragsgegnerin vertretene Auffassung, dass

sich der zu erwartende Exit-Erlös durch die Anfang 2013 entstandene Sanierungsbedürftigkeit der Schnell Motoren AG deutlich reduziert hat. Dabei kann dahinstehen, wie beachtlich angesichts der Stichtagsbezogenheit der durchzuführenden Bewertung die Neuplanung der Ventegis aus dem Oktober 2014 sein kann, welche einen Veräußerungsgewinn von nur noch 300 TEUR bei einem Verkauf im Jahr 2016 vorsieht.

Auf jeden Fall konnte, im Gegensatz zur Einschätzung einiger Antragsteller, nicht davon ausgegangen werden, dass es sich bei der beschriebenen Entwicklung der Schnell Motoren AG ab Anfang 2012 nur um einen vorübergehende Einbruch handelte, der bereits nach kurzer Zeit wieder kompensiert werden würde. Nach dem Vorbringen der Antragsgegnerin stand sogar die Insolvenz des Unternehmens im Raum, so dass von Seiten der Investoren Nachfinanzierungen erfolgen mussten. Dies dürfte zwar im Juni 2013 so konkret noch nicht absehbar gewesen sein, war aber in der Wurzel angelegt. Aus der Presse lässt sich zudem entnehmen, dass ab 2013 in erheblichem Umfang Personal entlassen wurde. Schließlich war Mitte 2013 auch zu erwarten, dass die umfassende Förderung für Anlagen aus dem Bereich der erneuerbaren Energie allenfalls punktuell wieder ausgeweitet, nicht aber, dass die mit der EEG-Reform eingeleitete Wende wieder rückgängig gemacht werden würde.

Soweit mehrere Antragsteller konkrete Beträge nennen, welchen „wahren“ Wert die Höhe der Beteiligung der Ventegis an der Schnell Motoren AG im Gegensatz zu dem von der Gesellschaft in die Planung aufgenommenen Ansatz haben soll, waren die entsprechenden Angaben nicht nachvollziehbar.

Zum einen differieren sie untereinander erheblich, ohne dass die Antragsteller mitteilen, zu welchem Zeitpunkt und unter Anwendung welcher Methode sie die von ihnen genannten Werte ermittelt haben wollen. So spricht die Antragstellerin von einem Wertansatz von mindestens 2 Mio. EUR, die Antragsteller von mehr als 3 Mio. EUR, während die Antragsteller meinen, im Jahr 2015 müsse der Wert der Beteiligung mit 7,5 Mio. EUR bewertet werden. Offensichtlich sind sämtliche genannten Werte lediglich „gegriffen“ und können daher keine Anhaltspunkte dafür liefern, dass die von der Antragsgegnerin in das Verfahren eingeführte Prognose fundamental fehlerhaft sein könnte.

Zum anderen gehen die Antragsteller von einem unzutreffenden Berechnungsansatz aus, wie bereits oben dargestellt ist. Maßgeblich im Rahmen der Bewertung der Ventegis ist nicht die (objektivierte) Bewertung eines Anteils von 1,5 % an der Schnell Motoren AG, sondern die Prognose eines Exit-Erlöses, der als Ertrag durch den Abzug der Erwerbs- und Transaktionskosten zwingend (deutlich) niedriger ausfallen muss.

Schließlich hat die Barabfindungsprüferin in ihrem Schriftsatz vom 9. Juni 2015 die von ihr angestellten Vergleichsrechnungen für die Plausibilisierung der von der Ventegis offengelegt. Insoweit ergibt sich ein maximaler Exit-Ertrag für die Ventegis, welcher mit 1.834 Mio. EUR um 400 TEUR unterhalb des von der Gesellschaft angesetzten Wertes liegt. Diesbezüglich weist zusätzlich darauf hin, dass sie die dem von ihr ermittelten Wert zugrunde gelegte Planungsrechnung der Schnell für unrealistisch optimistisch hält und von einer nur geringen Eintrittswahrscheinlichkeit ausgeht. Auch bei Betrachtung der Transaktionsmultiples bei veröffentlichten, vergleichbaren Geschäftsabschlüssen liegen die von der Ventegis gewählten Ansätze nach Auskunft der deutlich oberhalb der von der Prüferin identifizierten Bandbreite (Schriftsatz vom 9. Juni 2015, S. 2).

Anhaltspunkte für eine zu pessimistische Einschätzung des Verkaufserlöses der mittelbar über die ECO Investors Germany I GmbH & Co. KG gehaltenen Beteiligung waren daher nicht zu erkennen.

cc) Humedics GmbH

Die in Berlin ansässige Gesellschaft hat sich auf die Entwicklung eines Produkts zur funktionalen Leberdiagnostik spezialisiert, welches ein neuartiges Verfahren bietet, welches in dieser Form von keinem Mitbewerber angeboten wird. Gemäß der Einschätzung der Humedics GmbH ist der weltweite Bedarf für ein solches Diagnostikverfahren hoch, wobei das kombinierte Marktpotenzial für das hierfür benötigte Gerät und das zugehörige Diagnostikum und Verbrauchsmaterial auf 2,5 Mrd. EUR taxiert wird.

Dies bedeutet, dass die generellen Marktaussichten für das von Humedics entwickelte Produkt als gut einzustufen sind. Auf der anderen Seite ist – abhängig vom Bestehen gewerblicher Schutzrechte – nicht auszuschließen, dass nach einer erfolgreichen Erprobung und Markteinführung Mitbewerber beziehungsweise Nachahmer auftreten, so dass nicht sicher erscheint, dass die Humedics in der Lage sein wird, den gesamten weltweiten Bedarf auf sich zu vereinigen.

Für den Wert der Beteiligung von ganz erheblicher Bedeutung war daneben der Umstand, dass zum Bewertungsstichtag im Juni 2013 die klinische Phase-III-Studie noch nicht abgeschlossen war. Zwar führt aus, dass die Studie bei Erstellung des Prüfgutachtens bereits fünf Jahre zuvor begonnen hatte und ungefähr 8.000 Tests durchgeführt worden seien. Damit war jedoch nicht garantiert, dass die Erprobungsphase tatsächlich erfolgreich abgeschlossen und das Produkt

auf dem Markt zugelassen würde. Das Unternehmensrisiko war aus diesem Grunde deutlich höher einzuschätzen als bei einem bereits arbeitenden Unternehmen wie der Schnell Motoren AG.

Entsprechend dem Forschungsstand stellte sich die finanzielle Situation der Gesellschaft dar, da den Aufwendungen keine Einnahmen gegenüberstehen. So waren in den Jahren 2010 und 2011 Fehlbeträge in Höhe von 316 TEUR beziehungsweise 1.091 Mio. EUR entstanden.

Nach den Informationen, welche die Antragsgegnerin mitgeteilt hat, rechnete Humedics Mitte 2013 damit, dass im Jahr 2015 erste Umsätze erzielt werden könnten und strebte an, im Jahr 2017 ein positives Ergebnis zu erreichen. Die Ventegis ging vor diesem Hintergrund davon aus, dass der für das Jahr 2016 vorgesehene Verkauf der Beteiligung technologiegetrieben erfolgen würde, da eine seriöse Abschätzung von tatsächlichen Umsätzen und Erträge nicht möglich sei und diese Daten daher auch für einen Erwerber keine entscheidende Rolle spielen könnten. Diese Einschätzung war nach Auffassung der Kammer nicht zu beanstanden. Dies galt auch für den von Ventegis gewählten Weg, den zu erwartenden Exit-Erlös aufgrund der Werte einer vorangegangenen Transaktion zu berechnen, nämlich auf der Basis einer im Jahr 2008 erfolgten Veräußerung einer Beteiligung an der CAS Innovations AG an die Siemens AG.

Die Barabfindungsprüferin hat die Einschätzung der Gesellschaft unter Verwendung der ihr zur Verfügung stehenden Daten aus der Transaktionsdatenbank Zephyr abgeglichen und anhand zweier von ihr als vergleichbar eingestufte Transaktionen aus den Jahren 2010 bis 2012 eine unabhängige Plausibilisierung des Planungswerts vorgenommen. Sie ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass bei den untersuchten Geschäften für die Relation Unternehmenswert/Umsatz ein maximaler Multiple von 1,79 festgestellt werden konnte. Die Anwendung dieses Werts führte nach aber zu einem deutlich geringeren Wert der Beteiligung und lag damit wesentlich niedriger als der von Ventegis angenommene Exit-Erlös in Höhe von 2,050 Mio. EUR.

Soweit die Antragsteller zu 9. und 13. rügen, dass eine vorgesehene Aufstockung der Beteiligung an der Humedics trotz der bestehenden Verkaufsabsicht nicht nachvollziehbar sei, verkennen sie das Geschäftsmodell der Ventegis. Diese erwarb nicht lediglich isoliert Beteiligungen an Unternehmen, welche zu einem beliebigen Zeitpunkt wieder abgestoßen werden konnten. Vielmehr war sie als Investor vertraglich sowohl gegenüber dem Investitionsobjekt als auch gegenüber Co-Investoren zu einer bestimmten Strategie verpflichtet, die auch Nachschüsse und Änderungen am Anteilsbesitz vorsah.

Fehler der Bewertung waren damit auch in diesem Punkt nicht zu erkennen.

dd) OpTricon GmbH

Wie die Humedics GmbH ist auch die OpTricon GmbH in der Medizintechnik-Branche tätig und entwickelt neuartige mobile Lesegeräte für die Auswertung immunologischer Schnelltests von Drittherstellern, welche eine umfassende Funktionalität abseits von stationären Computern oder Laptops gewährleisten. Die entsprechende Flexibilität im Einsatz der Geräte durch deren fehlende Ortsgebundenheit gewährte der Gesellschaft Mitte des Jahres 2013 ein Alleinstellungsmerkmal auf dem Markt, da die Tests beim Patienten durchgeführt werden können, etwa in der Arztpraxis oder der Apotheke. Gemäß den seinerzeitigen Angaben der OpTricon besaß die Gesellschaft gegenüber der Konkurrenz einen technischen Vorsprung von drei bis fünf Jahren, welcher durch das Bestehen verschiedener Patente verstärkt wurde. Das Gerät war nicht zum Verkauf an Endkunden in Form von Ärzten oder Apotheken vorgesehen, sondern sollte in Kooperation mit den Herstellern der Schnelltests gemeinsam mit deren Teststreifen vertrieben werden.

Nach den von mitgeteilten Daten für Umsätze und Erlöse in den Jahren 2011 und 2012 befand sich auch die OpTricon GmbH im Jahr 2013 noch in der Start-Up Phase, da leicht steigenden Umsätzen Fehlbeträge in Höhe des hälftigen Jahresumsatzes gegenüber standen.

Vor diesem Hintergrund kam auch im Fall der OpTricon GmbH eine Schätzung der Höhe der Erlöse des im Bewertungsstichtag für das Jahr 2015 geplanten Exits anhand der zukünftig zu erwartenden Erträge der Gesellschaft nicht in Betracht. Diese waren wegen der fehlenden Betriebsaufnahme noch so unsicher, dass eine Bewertung des Gesellschaftsanteils der Ventegis nicht auf eine realistische Bandbreite verengt werden konnte, innerhalb derer der Abschluss eines individualvertraglichen Veräußerungsgeschäfts zu erwarten war.

Daher war der Ansatz, den Exit-Erlös anhand der bei in der Vergangenheit durchgeführten Transaktionen zu beobachtenden Parameter zu schätzen, nicht zu beanstanden. Dabei ist es allerdings weder der Antragsgegnerin noch der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin gelungen, mehr als eine Transaktion zu identifizieren, die als hinreichend vergleichbar angesehen wurde. Konkret ging es um den am 1. Januar 2010 abgeschlossenen Erwerb der deutschen ESE GmbH durch die QIAGEN N.V., wobei die Ventegis aus den Daten dieses Geschäftsvorfalles einen Multiplikator auf die geplanten Umsätze von 3,17 und auf das geplante EBITDA von 15. Die beiden Werte wurden addiert und geteilt. Von dem auf diese Weise ermittelten Unternehmenswert zog die Gesellschaft die Gesellschafterdarlehen und Transaktionskosten von pauschal 3 % ab. Ferner berücksichtigte sie ein bei der OpTricon GmbH bestehendes virtuelles Mitarbeiteroptionsprogramm in Höhe von 6 % sowie eine einfache Liquidationspräferenz für die Finanzinvestoren. Als prognostizierter Erlös verblieb ein Betrag von 2,203 Mio. EUR.

hat keinen Grund gesehen, diesen Exit-Ertrag zu beanstanden. Anhand der Planung der opTricon GmbH hat die Prüferin anhand der überschlägigen Berechnung eines nachhaltigen Zahlungsstroms (FCF) vielmehr eine Wertbandbreite für den Anteil der Ventegis an der opTricon GmbH ermittelt, deren Oberwert mit 2.019 Mio. EUR unterhalb der Schätzung der Ventegis für den erzielbaren Exit-Ertrag lag (vgl. Schriftsatz der vom 9. Juni 2015). Die Prüferin hat darüber hinaus ausgeführt, dass die Planung der opTricon – wie auch die Planungen der anderen Beteiligungsunternehmen der Ventegis – nicht nur als ambitioniert anzusehen sei, sondern ein Best-Case-Szenario mit einer nur geringen Eintrittswahrscheinlichkeit abbilde.

Die Kammer hielt es angesichts dieser Ausführungen trotz der Kritik des Antragstellers zu 11. nicht für angezeigt, in weitere Ermittlungen zu der Frage einzutreten, ob die Erlösschätzung der Gesellschaft zu negativ sein könnte. Insbesondere geben die in dessen Schriftsatz vom 31. März 2015 angestellten Vermutungen zum „wahren“ EBITDA der ESE GmbH im Jahr 2010 keinen Anlass hierfür, da nicht ersichtlich ist, dass die QIAGEN N.V. tatsächlich einen Kaufpreis gezahlt hat, der einem EBITDA-Multiple von 33,5 entsprochen hat. Insoweit ist auch zu berücksichtigen, dass diese Transaktion zwar als vergleichbares Szenario identifiziert worden ist, ihr aber dennoch lediglich ein indizieller Wert beigemessen werden kann. Zudem ist, wie oben bereits angesprochen, der Wert einer Minderheitsbeteiligung gegenüber dem Erwerb eines gesamten Unternehmens wegen des fehlenden Einflusses auf die Geschäftsführung potenziell geringer anzusetzen.

Auch der Einwand der Antragstellerin zu 43., dass die opTricon GmbH eine Vervierfachung ihrer Umsätze erwarte, war unbehelflich. Zum einen hat die Antragstellerin zu 43. nicht näher offengelegt, aus welcher Quelle sie diese Information bezogen hat. Zum anderen stellen steigende Umsätze isoliert betrachtet noch keinen wirtschaftlichen Wert dar, wenn mit ihnen nicht zugleich steigende Erträge verbunden sind. Wie oben bereits erwähnt, erwirtschaftete die opTricon aufgrund der Unternehmensphase, in der sie sich im Sommer 2013 befand, noch keine Gewinne.

ee) Vergangenheitsbeteiligungen

Soweit einige Antragsteller meinen, dass weitere Ertragsaussichten beziehungsweise zu erwartende Mittelzuflüsse in der Planung zu Unrecht nicht berücksichtigt worden sind, finden sich hierfür keine konkreten Anhaltspunkte. Dies gilt auch hinsichtlich der vermeintlich unterbliebenen Aufdeckung stiller Reserven in den zum Stichtag noch vorhandenen Beteiligungen.

aaa) Das pauschale Bestreiten des Antragstellers zu 15., dass aus früheren Engagements der Ventegis keine positiven Rückflüsse mehr zu erwarten sein, war in der Sache unbeachtlich. Im schlichten Bestreiten der Richtigkeit der Angaben der Antragsgegnerin, dass aus den abbeschriebenen Beteiligungen mit keinen Erträgen mehr gerechnet werden könne, war nicht als hinreichende Einwendung im Sinne des § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG zu sehen: Da der Antragsteller kein konkretes Beispiel einer ungerechtfertigten Abschreibung durch die Gesellschaft benennt, war die Kammer nicht gehalten, selbstständig Ermittlungen zu diesem Sachverhaltskomplex aufzunehmen

bbb) Die Behauptung des Antragstellers zu 31., die insolvent gewordenen Soltecture GmbH sei als möglicher Sanierungsfall einzustufen, da vor der Insolvenz noch Gespräche über einen Anteilsverkauf stattgefunden hätten, war gleichfalls als bloße Behauptung einzuordnen. Zum einen ist die Abschreibung auf die Beteiligung der Ventegis an der Soltecture GmbH nicht erst kurz vor dem Stichtag erfolgt, sondern bereits im Geschäftsjahr 2012 nach der Eröffnung des Insolvenzverfahrens zum 1. August 2012. Zum anderen zeigt gerade der Umstand, dass die vom Antragsteller erwähnten Verkaufsgespräche im Jahr 2012 gescheitert sind und das Unternehmen zahlungsunfähig geworden ist, dass die Einschätzung der Antragsgegnerin, ein Rückfluss des eingesetzten Kapitals sei aus dem Liquidationserlös nicht zu erwarten, nachvollziehbar ist. Ohne stichhaltige neue Erkenntnisse ist der Schluss auf eine Sanierungsfähigkeit der Gesellschaft nicht gerechtfertigt.

ccc) Soweit – etwa von Seiten der Antragsteller zu 6. bis 8. – anhand der im Jahr 2013 veräußerten Beteiligung an der Aupeo GmbH stille Reserven verortet werden, da die Planung auch nach dem Veräußerungszeitpunkt noch Mittelzuflüsse vorsieht, war hierfür nichts ersichtlich. Die Antragsgegnerin hat diesbezüglich ausgeführt, dass es sich bei dem Betrag von insgesamt 424 TEUR um vertraglich vereinbarte (weitere) Kaufpreiszahlungen bei Erreichung bestimmter Meilenstein handelte, welche vereinfachend bereits im Jahr 2013 als sonstige betriebliche Erträge erfasst worden seien. Aus diesem Vorgang, der von den Antragstellern nicht mehr in Frage gestellt worden ist, konnte nicht die Vermutung abgeleitet werden, dass die zum Bewertungsstichtag noch gehaltenen Beteiligungen verdeckte Reserven aufweisen, die in den Exit-Prognosen der Ventegis nicht enthalten sind.

f) Beratungsgeschäft / Erweiterte Detailplanungsphase und Ewige Rente

Die vorliegende Planung der Ventegis sieht weiter vor, dass die Gesellschaft nach der Veräußerung der zum Bewertungsstichtag noch gehaltenen drei Beteiligungen im Jahr 2016 nur noch Beratungsleistungen im Bereich „Financial Advisory“ erbringt. Diese Geschäftssparte wurde

auch in der Vergangenheit betrieben, auch wenn sie wertmäßig dem Beteiligungsmanagement deutlich untergeordnet war.

- aa) Zum Zweck der Abbildung der in diesem Bereich anfallenden Erträge ist die Planungsrechnung auf den Zeitraum des Jahres 2017 verlängert worden, bevor für das Jahr 2018 das Erreichen des Beharrungszustandes mit dem nachhaltigen Ergebnis angenommen wurde. Gegen diese Vorgehensweise war nichts zu erinnern.
- b) Soweit einige Antragsteller, insbesondere die Antragsteller zu 6. bis 8., einwenden, dass die angenommenen Erlöse des Beratungsgeschäfts in Anbetracht der in der Vergangenheit bereits erzielten Umsätze untersetzt sind, waren hierfür keine Anhaltspunkte zu erkennen. Insoweit war nicht ersichtlich, dass die Planungsprämissen deutlich zu negativ sind und eine Anhebung zu einem signifikant höheren Unternehmenswert der Ventegis zum Stichtag führen könnte.
- c) Bei den vorgesehenen Umsatzerlösen in Höhe von 300 TEUR jährlich bis 2016 mit einem nachfolgenden leichten Anstieg von einem Prozent im Jahr 2017 war zu berücksichtigen, dass diese ausschließlich durch die Tätigkeit des Alleinvorstands generiert werden sollen. Wie zutreffend ausführte, hängt die Realisierbarkeit der geplanten Erträge damit unmittelbar vom Akquisitionsgeschick des Vorstandes und von dessen dauerhaftem Verbleib im Unternehmen ab. Auch hat sich die Ventegis im Geschäftsfeld „Financial Advisory“ hauptsächlich auf die Beratung bei der Strukturierung und Durchführung von Kapitalerhöhungen spezialisiert, so dass eine beliebige Ausweitung des Bereichs auch insoweit nicht unterstellt werden konnte.
- d) Damit hielt die Kammer den von einigen Antragstellern geforderten Ansatz von Erlösen von mindestens 400 TEUR im Jahr für unrealistisch, zumal auch der Durchschnitt der in den Jahren 2010 bis 2012 erzielten Ergebnisse mit 334,5 TEUR deutlich niedriger liegt. Zwar entfällt ab 2017 das Beteiligungsgeschäft, allerdings war die Anzahl der Beteiligungen der Ventegis in den vor dem Stichtag liegenden Jahren nicht so umfangreich, dass die Arbeitskraft des Vorstands durch deren Verwaltung zu einem nennenswerten Teil gebunden worden sein dürfte (vgl. Tabelle auf S. 16 des Prüfgutachtens zu Investments und Divestments zwischen 2001 und 2013). Da zudem der sonstige Personalbestand der Gesellschaft mit dem Auslaufen des Beteiligungsgeschäfts reduziert werden soll, war eine Grundlage für die Annahme eines deutlichen Anstiegs der Beratungsdienstleistungen mit dem Jahr 2017 nicht zu erkennen.
- e) Darüber hinaus zeigt die von der Prüferin auf Veranlassung der Kammer durchgeführte Szenarioanalyse, dass sich - innerhalb einer vertretbaren Bandbreite - Veränderungen in der Höhe der angenommenen Erlöse aus dem Beratungsgeschäft nur unterdurchschnittlich auf den Wert

der Ventegis Aktie zum Bewertungsstichtag auswirken. Eine Erhöhung von immerhin 15 % ab dem Jahr 2017 über die gesamte Phase der ewigen Rente hätte einen Werteffekt von lediglich 1,1 % beziehungsweise 0,03 EUR.

f) Hinzu kommt der Umstand, dass in ihrem Prüfgutachten zu dem Ergebnis gekommen ist, dass der Wert des Beratungsgeschäfts als Wertbeitrag zum NAV bereits nach der Planung der Gesellschaft „gemessen an praxisüblichen Kaufpreisen überhöht sein dürfte“ (Prüfgutachten, S. 63). Eine Erhöhung der Abfindung kam daher bei einer isolierten Betrachtung der Planung im Punkt „Beratungsgeschäft“ nicht in Betracht.

g) Schadensersatzansprüche

Im Gegensatz zur Auffassung der Antragsteller zu 19. bis 21. war es nicht Aufgabe der Barabfindungsprüferin, ohne weitere Veranlassung Schadensersatzansprüche der Gesellschaft gegen ihre Organe zu prüfen.

aa) Die Verluste der Vergangenheit finden ihren Ursprung zunächst im Geschäftsmodell der Gesellschaft, welches angesichts der regelmäßig unsicheren Erfolgsaussichten von Start-Up Unternehmen das Risiko des Totalverlusts von Engagements beinhaltet. Vor diesem Hintergrund kann die Negativentwicklung der Gesellschaft in den Jahren vor dem Stichtag als solche nicht die Vermutung begründen, dass durch Vorstand und/oder Aufsichtsrat Pflichtverletzungen begangen worden sind. Dies würde letztlich voraussetzen, dass die Entscheidung über diejenigen Investments, welche zu Verlusten der Ventegis geführt haben, im Zeitpunkt des jeweiligen Vertragsschlusses bei objektiver Betrachtung nicht zu rechtfertigen gewesen wäre. Für eine derartige Vermutung liefert der Antragsteller aber keinerlei greifbare Anhaltspunkte.

bb) Darüber hinaus kann im Spruchverfahren keine Inzidentprüfung des Bestehens oder Nichtbestehens von Schadensersatzansprüchen erfolgen, wenn solche nicht bereits konkretisiert Gegenstand der Planung sind oder nach dem Erkenntnisstand am Bewertungsstichtag hätten sein müssen. Denn bei der gerichtlichen Überprüfung der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren geht es gerade nicht darum festzustellen, ob behauptete Schadensersatzansprüche tatsächlich bestehen (vgl. zutreffend Schroeder/Habbe, NZG 2011, 845, 846).

h) Aufwand

Die in der Planung enthaltenen Aufwandsprognosen sind entgegen der Auffassung mehrere Antragsteller nicht als überzogen anzusehen.

aa) Die Aufwandsposten der Gesellschaft bestehen neben dem Personalaufwand im Wesentlichen aus Mietaufwendungen, Kosten für das Rechnungswesen und weiteren Verwaltungskosten (vgl. Prüfgutachten S. 49). Die hier hauptsächlich erhobene Kritik an der Höhe des geplanten Personalaufwandes war nicht nachvollziehbar. In den Planwerten spiegelt sich die vorgesehene Rückführung des Beteiligungsgeschäftes im Verlauf der Detailplanungsphase ohne Weiteres wider, indem der Aufwand von 417 TEUR im Jahr 2013 auf 157 TEUR im (Verlängerungs-) Jahr 2017 sinken soll, in dem nur noch Beratungsdienstleistungen erbracht werden sollen.

bb) In diesem Zusammenhang war insbesondere die Ansicht der Antragsteller zu 1. bis 5. nicht verständlich, dass letztlich überhaupt keine Personalkosten mehr anfallen könnten. Die Planung sieht gerade nicht vor, dass jegliche Geschäftstätigkeit der Ventegis eingestellt werden soll. Auch die bloße Behauptung des Antragstellers zu 42., dass die sonstigen betrieblichen Aufwendungen aufgrund offensichtlich nicht zu Marktkonditionen mit der Antragsgegnerin abgeschlossener Dienstleistungsverträge zu hoch seien, war wegen ihrer Pauschalität nicht geeignet, eine nähere Betrachtung der Höhe dieser von der Prüferin nicht beanstandeten Kostenposition auszulösen.

Im Ergebnis folgt die Kammer damit den von der Antragstellerin ermittelten Ertragsprognosen:

Ventegis	2013	2014	2015	2016	2017	2018 ff.
Plan Gewinn- und Verlustrechnung	TE	TE	TE	TE	TE	TE
Umsatzerlöse	300	300	300	300	303	306
sonstige betriebliche Erträge	12	2.253	2.213	2.060	10	10
Personalaufwand	-417	-276	-276	-234	-157	-158
Abschreibungen auf Sachanlagen	-5	-5	-1	0	-1	-1
sonstige betriebliche Aufwendungen	-267	-166	-154	-147	-99	-100
sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	26	18	9	7	2	2
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	-48	-48	0	0	0	0
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	-399	2.076	2.091	1.986	58	58
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	0	0	0	0	0	0
Jahresergebnisse/Finanzielle Überschüsse	-399	2.076	2.091	1.986	58	58

i) Ausschüttungsprognose

Der 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 des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie unter Beachtung gegebenenfalls einschlägiger 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 insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, soweit sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

aa) 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 thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93).

bb) Für die Detailplanungsphase geht das Bewertungsgutachten von einer vollständigen Thesaurierung der prognostizierten Erträge aus, da nach der Planung erst Ende 2016 über die Verwendung der entstehenden Liquiditätsüberschüsse entschieden werden soll. Die einbehaltenen Beträge wurden den Anteilseignern, wie oben bereits erwähnt, bewertungstechnisch unmittelbar zugerechnet, so dass insoweit keine methodischen Fehler zu Lasten der Minderheitsaktionäre zu erkennen waren. Zwar könnte angesichts der offenen Verwendung der Zuflüsse eine unmittelbare Ausschüttung im Zeitpunkt der Vereinnahmung der jeweiligen Exit-Erlöse modelliert werden. Durch die in einem solchen Fall aber entstehende höhere Belastung der Erträge mit persönlichen Steuern würde sich dies nicht werterhöhend auswirken.

cc) Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 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.

dd) Die Ausschüttungsquote von 50 %, welche ab dem Jahr 2016 in Ansatz gebracht hat, wurde nicht, wie dies zum Teil geschieht, aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der zur Bestimmung des Betafaktors gebildeten Peer Group abgeleitet, sondern schlichtweg mit einem

„Markdurchschnitt“ begründet. Im Ergebnis war diese Annahme jedoch nicht zu beanstanden, da sie sich im Korridor von 40 % bis 60 % bewegt, der in Bewertungsgutachten nach IDW S1 als typisiertes Ausschüttungsverhalten börsennotierter Aktiengesellschaften unterstellt wird. Eine höhere Ausschüttungsquote wäre bei einem Beratungsunternehmen ohne zu erneuernde Betriebsmittel denkbar. Eine solche Prämisse würde wegen der steuerlichen Gegebenheiten aber auch hier nicht zu einem höheren Wert der Ventegis führen.

j) Kapitalisierungszinssatz

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.

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.).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Bewertungsgutachtantes zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes und eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen. Die Kammer sah auf der Basis des Bewertungsgutachtens sowie der Feststellungen der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin allerdings lediglich bei der Marktrisikoprämie Anlass, von den dort in Ansatz gebrachten Werten abzuweichen. Im Übrigen mag insbesondere die Art und Weise der Ermittlung des Betafaktors kritisch diskutiert werden. Im Ergebnis waren die verwendeten Parameter aber vertretbar.

aa) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage des Übertragungsberichts für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 2,25 % vor Steuern für zutreffend.

aaa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 638). Soweit in jüngerer Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen ohnehin nicht existieren und aus diesem Grunde – wie soeben erwähnt – nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Auch die Existenz so genannter Credit Default Swaps zeigt nach Auffassung der Kammer nicht, dass Bundesanleihen nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten mit der Folge, dass vom Basiszinssatz ein Abschlag vorzunehmen wäre. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden. Ein Risikoabschlag auf die am Markt beobachtbaren beziehungsweise prognostizierten Zinssätze war daher nicht angezeigt.

bbb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 19. Juni 2013. 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; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

ccc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings 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. 647).

ddd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl der Antragsgegnerin als auch der Barabfindungsprüferin 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 zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. 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 nicht unerheblichen – 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. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731).

fff) Nach Ansicht der Kammer ist bei der Bildung des Dreimonatszeitraums grundsätzlich auf einen mit dem Bewertungsstichtag endenden Zeitraum abzustellen, da sonst dem Stichtagsprinzip nicht hinreichend Rechnung getragen würde.

Der von der Antragsgegnerin ermittelte Basiszinssatz wurde gemäß der Ausführungen im Übertragungsbericht allerdings nicht für einen Dreimonatszeitraum ermittelt, der mit dem Bewertungsstichtag endet, sondern vielmehr für den Zeitraum von Februar bis April 2013 (Übertragungsbericht, S. 58). Dieser Umstand war vorliegend allerdings unschädlich, da nach eigenen Berechnungen der Kammer die Wahl des „richtigen“ Zeitraums zu einem Wert von 2,33 %, und damit zu einem höheren beziehungsweise nach den Rundungsregelungen des IDW zu demselben – einheitlichen – Zinssatz führen würde.

ggg) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden 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. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen 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. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

hhh) Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, auch für den zeitnahen Detailplanungszeitraum, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

iii) Im Gegensatz zur Meinung einiger Antragsteller war die Verwendung eines Zinssatzes unter Betrachtung eines „unendlichen“ Zeitraums nicht zu beanstanden. Zwar ist es zutreffend, dass bei der Wahl des Betrachtungszeitraums auf die Fristadäquanz zwischen der Unternehmensinvestition und der Investition in die quasi-risikolose Alternativanlage zu achten ist. Diesbezüglich wird als Konvention regelmäßig von einer fehlenden zeitlichen Begrenzung des Anlagehorizonts ausgegangen, soweit sich nicht für den konkreten Bewertungsfall Besonderheiten ergeben. Insoweit war es vorliegend zutreffend, vom „Regelfall“ auszugehen und nicht lediglich auf den Zeitraum der Detailplanungsphase abzustellen. Die von einigen Antragstellern gerügte Inkonsistenz zwischen der Planung der Ventegis und dem Zinshorizont der Alternativanlage besteht nicht, da die Tätigkeit der Gesellschaft nicht nach der Veräußerung der letzten Beteiligung im Jahr 2016 mit dem 31. Dezember 2016 enden soll. Vielmehr ist eine dauerhafte Existenz des Unternehmens unter Fortführung des Beratungsgeschäfts beabsichtigt.

jjj) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S 1 2008 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit für Bewertungszwecke im vorliegenden Fall auf 1,66 % nach Steuern.

kkk) Dass andere Methoden zur Ermittlung eines quasi risikolosen Zinses nicht zu überlegenen Ergebnissen führen, zeigt nach Ansicht der Kammer bereits der Umstand, dass die von den Antragstellern dieses Verfahrens verortete „richtige“ Höhe des Basiszinssatzes erheblich schwankt.

bb) Marktrisikoprämie

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen von ihrer Risikostruktur her nicht vergleichbar ist. Anders als bei einer für die Dauer einer bestimmten Laufzeit garantierten Rendite, schwanken bei einer Beteiligung an einem Unternehmen 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 aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells 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 Investition in öffentliche Anleihen. Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzrisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bbb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – auch von einigen Antragstellern in diesem Verfahren – 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. 677). Zudem steht den im Regelfall 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 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 (vgl. auch Großfeld, a.a.O., Rz. 678).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise 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 doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten

Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapieren rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative 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. 724-728 sowie Rz. 801-803).

eee) Den Bedenken gegen die früher übliche „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modell des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. 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, Großkommentar 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 ausdrücklich hinweisen.

ggg) Das CAPM-Modell beruht nämlich 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 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, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hhh) Auf der anderen Seite ist die dem Modell zugrunde liegende Annahme 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 idealtypische Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

iii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen aber 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.

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

existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (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, 2. Aufl., S. 119). 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 (oder auch Unterrendite) ergeben können (vgl. 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 als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kkk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte konnte im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werden, 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 zutreffend 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 trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, 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, die sich – wie bei den Antragstellern zu 1. bis 5. – in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mmm) Die Antragsgegnerin hat in ihrem Bericht ohne nähere eigene Begründung eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,5 % angesetzt und sich damit ausdrücklich an den gegenwärtigen Vorgaben des AKU des IDW orientiert, die ihrerseits letztlich im Grundsatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff.). Der AKU empfiehlt seit dem 19. September 2012 vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt im Zuge der Finanzkrise die Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommenssteuer von 5,0 % bis 6,0 %.

nnn) Die Stehle-Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch PwC, auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, 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 vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen 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 weiterhin 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. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. 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.

ooo) Darüber hinaus wird das von Stehle ausgewiesene Ergebnis in überproportionalem Umfang durch die zugrunde gelegten Annahmen zur Haltedauer beeinflusst. Dies zeigt ein in einem Verfahren vor dem Landgericht Hannover von Prof. Dr. Großfeld am 11. Dezember 2013 erstattetes Gutachten, in dem auf der Basis der von Stehle zusammengestellten Datengrundlage lediglich die von Stehle verwendete Prämisse einer einjährigen Anlage auf längere Anlagezeiträume von drei bis fünf Jahren verändert wird. Prof. Dr. Großfeld ist (allein) durch diese Änderung zu einem um 1,0 % bis 2,0 % geringeren Ausgangswert für die Marktrisikoprämie vor Steuern gelangt. Im Ergebnis handelt es sich bei dieser Untersuchung aber um keine neue Studie über die Höhe historischer Marktrisikoprämien in Deutschland, sondern lediglich um eine neue, andere Interpretation bekannter Daten. Dass diese der bisherigen Sichtweise erkennbar überlegen ist, wie einige Antragsteller meinen, vermag die Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreihet.

ppp) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, 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 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

qqq) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegenden Bewertungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25,00 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man beim IDW 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. 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.

rrr) Die Kammer hat sich in der Vergangenheit nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite, mithin 4,5 %, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287

ZPO zu verwenden. Die gerichtlich bestellte Prüferin hat in ihrem Gutachten zwei Alternativberechnungen unter Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,0 % und 4,5 % durchgeführt.

Für die Schätzung des Risikozuschlags in dieser Höhe kann der in § 203 Abs. 1 BewG festgelegte Zuschlag von 4,5% zum Basiszinssatz einen ersten Anhaltspunkt bieten. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt, zeigt sie die Wertung des Gesetzgebers, dass ein solcher Zuschlag im Regelfall als geeignet angesehen werden kann. Die darin enthaltenen pauschalen Ab- und Zuschläge für Wachstum, (mangelnde) Fungibilität, inhaberabhängige Faktoren u. a. (vgl. BT-Drs. 16/11107 S. 24) heben sich gegenseitig weitgehend auf (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894).

sss) Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls 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 haben soll (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen ergibt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen 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, da diese 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 als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, welche 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. Eine solche Annahme kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der

vielfach geäußerte Einwand fehlt, 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. Eben dies ist aber gerade nicht der Fall.

tt) Fraglich bleibt allerdings, ob die Einschätzung einer Marktrisikoprämie von 4,5 % als Nachsteuerwert weiterhin Bestand haben kann oder ob insoweit wegen der durch die Finanzkrise veränderten Rahmenbedingungen eine Anpassung erforderlich wird.

Die Kammer hält es jedenfalls für verfehlt, als Begründung einer denkbaren Erhöhung der Marktrisikoprämie allein auf die Empfehlung des IDW vom 19. September 2012 abzustellen. Zwar wird zum Teil die Auffassung vertreten, dass die Verlautbarungen des IDW eine anerkannte Expertenauffassung darstellen und als solche eine wesentliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswertes bilden (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 106 zitiert nach juris). Auch eine solche Expertenauffassung muss sich jedoch der Anforderung stellen, dass sie in ihrem wesentlichen Kern nachvollziehbar abgeleitet und begründet ist, was vorliegend im Hinblick auf die genannte Empfehlung des in Ermangelung einer Dokumentation über ihr Zustandekommen nicht festgestellt werden kann.

uuu) In der Sache hält es die Kammer für zweifelhaft, dass der vom AKU des IDW vorgegebene Wertkorridor zutreffend ist. Nachhaltige Änderungen des Marktzinsniveaus mögen zwar durchaus geeignet sein, Zweifel an der Verwendung ausschließlich historischer Überrenditen zu wecken. Mit der Übertragung von Renditen aus der Vergangenheit auf die Zukunft ist nämlich die Prämisse verbunden, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf mehr oder weniger konstant bleibt, da bei ausreichend langen Beobachtungszeiträumen die Daten von Zeiten wirtschaftlicher Prosperität auf der einen und Krisen auf der anderen Seite in die Betrachtung einfließen. Auf der anderen Seite ist aber ebenso fraglich, ob die Annahme des AKU, dass die Finanzkrise die Erwartung der Anleger an die Gesamtrendite ihrer Investments nicht beeinflusst hat, zutreffend ist. Insoweit fehlt es bislang an nachvollziehbaren Untersuchungen, ob die Marktteilnehmer bei sinkender Verzinsung sicherer Titel infolge krisenhafter Entwicklungen tatsächlich erwarten, dass sich bei einer Anlage in Aktien identische Renditen wie in Vorkrisenzeiträumen erzielen lassen, so dass – rein rechnerisch – bei sinkendem Basiszins die Marktrisikoprämie ansteigen muss. Diese These ist vor allem auch aufgrund des Umstandes zu hinterfragen, dass nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise parallel auch die Aktienrenditen eingebrochen sind und sich für die entsprechenden Zeiträume keine steigende Risikoprämie ableiten lassen würde. Auch die

Barabfindungsprüferin führt auf S. 53 ihres Prüfgutachtens aus, dass die Empfehlung einer Nachsteuerrisikoprämie von 5,0 % bis 6,0 % empirisch noch nicht hinreichend unterlegt sei.

Soweit zum Teil auf den Anstieg impliziter Kapitalkosten in Folge der Finanzkrise verwiesen wird, ist dies isoliert betrachtet kein überzeugendes Argument, um zu einer höheren Markttrisikoprämie zu gelangen. Implizite Kapitalkosten beruhen zwar im Gegensatz zu historischen Daten auf Erwartungswerten, diese sind jedoch durch den Einbezug von Analystenprognosen subjektiv geprägt. Ihnen kann daher keine bessere theoretische Fundierung zugesprochen werden als dem Ansatz, die künftige Risikoprämie aus einem Vergangenheitsdurchschnitt zu gewinnen (vgl. auch Ballwieser/Friedrich, Corporate Finance 2015, 449, 451). Wenn aufgrund sich verfestigender, aktueller Entwicklungen die Abkehr von der Verwendung einer auf historischen Daten basierenden Markttrisikoprämie für erforderlich gehalten würde, müsste insoweit ein tragfähiges neues Konzept entwickelt werden, woran es bislang jedoch fehlt.

vv) Jedenfalls kann im Rahmen einer objektivierten Ermittlung von Unternehmenswerten eine rein intuitive Erhöhung der Markttrisikoprämie nicht in Betracht kommen. Die zugrunde liegenden Beobachtungen stützen sich auf einen relativ kurzen Zeitraum, während die der von Stehle untersuchte Zeitraum die Jahre von 1955 bis 2003 umfasst und damit mehrere Wirtschaftszyklen abdeckt. Hinzukommt, dass zum Stichtag Mitte des Jahres 2013 bereits deutliche wirtschaftliche Erholungstendenzen erkennbar waren, so dass – zumindest für Deutschland – nicht von einer längerdauernden Krise ausgegangen werden konnte. Auch der durch die Eingriffe der Europäischen Zentralbank künstlich niedrig gehaltene Basiszinssatz war nicht geeignet, eine Erhöhung der Markttrisikoprämie als plausible Folge der Marktsituation ansehen zu können. Der vielfach beklagte „Anlagenotstand“ dürfte vielmehr eher dazu führen, dass sich Investoren mit niedrigeren Renditen als in der Vergangenheit zufrieden geben.

www) Vor diesem Hintergrund hielt die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % auch für einen Stichtag Juni 2013 ungeachtet der Negativergebnisse aus Zeiträumen in der jüngsten Vergangenheit für plausibel und vertretbar.

xxx) Soweit einige Antragsteller die Auffassung vertreten, angesichts der für Zeit ab 2017 vorgesehenen Neuausrichtung der Ventegis mit der Konzentration auf das Beratungsgeschäft sei der Ansatz eines Risikozuschlages grundsätzlich zu hinterfragen, vermochte sich die Kammer dieser Argumentation nicht anzuschließen. Es war in keiner Weise ersichtlich oder plausibel, dass eine Tätigkeit des Alleinvorstands der Gesellschaft im Consultingbereich zukünftig dazu führt, dass von quasi-risikofreien Zahlungsflüssen ausgegangen werden könnte. Eine derartige

Annahme dürfte sich für jede Art von unternehmerischer Betätigung verbieten, da mit einer solchen stets die eingangs erwähnten Risiken verbunden sind.

Die Berechnungen von mit einer von der Kammer nach alldem weiterhin für vertretbar gehaltenen Marktrisikoprämie von 4,5 % führen nicht zu einer höheren Barabfindung.

cc) Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil des individuellen Unternehmens 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 theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, 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 Untersuchung aus dem Jahr 2011 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 biz 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 maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist.

bbb) Die Antragsgegnerin ist im Übertragungsbericht zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der Ventegis für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht maßgeblich sein kann.

Die Antragsgegnerin erläutert zu diesem Punkt, ein unternehmenseigener, statistisch signifikanter Betafaktor lasse sich lediglich für einen Zweijahreszeitraum ableiten. Der so ermittelte Wert betrage 1,05, sei aber wegen des geringen Handelsvolumens der Aktien der Gesellschaft und der durchschnittlichen Geld-/Briefspanne von über 10 % nicht hinreichend aussagekräftig. Jedenfalls könne das künftige operative Risiko der Gesellschaft nicht auf der Basis des bisherigen Kursverlaufs der Aktie der Ventegis bestimmt werden.

ccc) Dieses Ergebnis wird von der Barabfindungsprüferin bestätigt, indem sie ausführt, dass von einer ausreichenden Liquidität im Aktienhandel der Ventegis nicht ausgegangen werden könne. Letztlich war wenig überraschend, dass sich angesichts der geringen Größe der Gesellschaft und einem Aktienhandel ausschließlich im Freiverkehr keine breite Datenbasis für die Ermittlung eines eigenen Betafaktors feststellen lässt.

ddd) Damit war der in Ansatz zu bringende Betafaktor grundsätzlich aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der Ventegis 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 aus den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens abzuleiten sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen 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, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

eee) Im vorliegenden Fall bestand die Schwierigkeit allerdings darin, eine Gruppe von hinreichend mit der Ventegis vergleichbaren Unternehmen zu finden, die zudem börsennotiert sind. Die Antragsgegnerin hat zu diesem Zweck zunächst eine Gruppe von in Deutschland und der Schweiz ansässigen Unternehmen identifiziert, welche sie von ihrer Größe und Ausrichtung auf den deutschen Markt her für mit der Ventegis vergleichbar hielt. Allerdings sei auch die Liquidität der Aktien dieser Gesellschaften sehr gering, so dass eine weitere, internationale Gruppe von Investmentgesellschaften herangezogen wurde. Deren Betafaktoren weisen zwar eine hinreichende statistische Signifikanz auf, im Gegenzug sind die Geschäftsfelder aber nicht mit denjenigen der Ventegis zu vergleichen. Entsprechend ergab sich für die Mittelwerte eine sehr

breite Spanne von 0,56 bis 1,27. Für die Bewertung wurde ein hieraus nicht unmittelbar abzuleitender unverschuldeter Betafaktor von 1,0 zugrunde gelegt.

fff) Die Barabfindungsprüferin hat eine eigene Peer Group Analyse durchgeführt und in diesem Zusammenhang auf die zusätzliche Problematik hingewiesen, dass keine Unternehmen identifiziert werden konnten, die sich wie die Ventegis in einer Desinvestitionsphase befinden. betont daher auch in ihrer Stellungnahme vom 14. November 2014, dass ein mit Ventegis direkt vergleichbares börsennotiertes Unternehmen nicht ermittelt werden konnte.

Die Unternehmen der Vergleichsgruppe der sind zum Teil mit den von der Antragsgegnerin verwendeten identisch, zum Teil handelt es sich um unterschiedliche Gesellschaften. Die konkret in die von verwendete Peer Group einbezogenen Vergleichsunternehmen lassen sich der Grafik auf S. 57 des Prüfberichts entnehmen. Auch die Prüferin weist darauf hin, dass die auf dem deutschen Markt tätigen Unternehmen durch eine sehr geringe Liquidität und eine nur eingeschränkte statistische Belastbarkeit der ermittelten Werte gekennzeichnet würden.

ggg) Aus diesem Grunde war es entgegen der Auffassung einiger Antragsteller weder zwingend noch naheliegend, für die Bestimmung des zukünftigen Betafaktors der Ventegis ausschließlich auf die deutschen Vergleichsunternehmen abzustellen. Insbesondere die von der Antragsgegnerin ermittelten Betafaktoren, die sich zum Teil im Bereich der Werte von Unternehmen der Daseinsvorsorge bewegen, sind für eine Gesellschaft, die in Start-Up-Unternehmen investiert, schlichtweg nicht plausibel.

hhh) Auf der anderen Seite hat auch die Barabfindungsprüferin die erheblichen Abweichungen bei den um die Verschuldung bereinigten Betafaktoren der ausländischen Peer Group Unternehmen nicht näher analysiert und erläutert. Es mag sein, wie die Barabfindungsprüferin unter dem 14. November 2014 ausführt, dass der Median im Hinblick auf Ausreißer besser geeignet ist, zur Bildung eines validen Mittelwerts zu führen. Die Breite der Spanne war aber auch hier bei Werten von 1,5 bis 2,9 erheblich. Insoweit können nur Mutmaßungen über die Gründe für den hohen Betafaktor der Jafco Co. Ltd. angestellt werden, nämlich ob dieser auf der mit der allgemeinen Einschätzung des mit dem Geschäftsmodell verbundenen Risikos durch die Anleger zusammenhängt oder ob eine Verbindung mit dem Atomunfall in Fukushima besteht.

iii) Im Ergebnis sah die Kammer angesichts der mit der Bestimmung des zukünftigen Betas der Ventegis im Einzelnen verbundenen Schwierigkeiten aber keine Veranlassung, von dem für die Bewertung verwendeten unverschuldeten Betafaktor von 1,0 abzuweichen.

Im Rahmen einer allgemeinen Marktbetrachtung müsste das Risiko einer Investition in ein Unternehmen wie die Ventegis grundsätzlich über dem Marktdurchschnitt liegen, da die Wahrscheinlichkeit von Totalverlusten bei den planmäßig eingegangenen Finanzierungsengagements nicht unerheblich ist, wie gerade die konkrete Vergangenheitsentwicklung zeigt.

Darüber hinaus war für die Zeit der ewigen Rente zu berücksichtigen, dass sich nach der Planung das Geschäftsmodell ändern soll. Damit ist für die Zeit ab 2017 auf das Risiko eines Unternehmens abzustellen, welches Beratungsdienstleistungen erbringt. Auch insoweit bestand allerdings die Schwierigkeit, „passende“ Vergleichsunternehmen zu finden, was der Barabfindungsprüferin letztlich nicht gelungen ist. Die identifizierten Beratungsgesellschaften haben ihren Sitz überwiegend in den Vereinigten Staaten von Amerika und weichen vor allem von der Unternehmensgröße her deutlich von der Ventegis ab, da diese ihre Leistungen ausschließlich durch ihren Vorstand erbringen will. Aufgrund der Abhängigkeit des Geschäfts von der Person des Vorstandes müsste das Risiko daher höher liegen als bei den Vergleichsunternehmen, für die einen Mittelwert der Betafaktoren von 1,61 ermittelt hat. Selbst wenn man ausschließlich die deutsche PEH Wertpapier AG mit einem Beta von 0,89 heranziehen wollte, erweist sich der Ansatz eines Werts von 1,0 für die Ventegis jedenfalls nicht als nachteilig für die Minderheitsaktionäre.

Soweit die Antragsteller zu 6. bis 8, geltend machen, der durchschnittliche Betafaktor im Sinne des Marktmedians liege nicht bei 1,0, sondern bei 0,62 war dies ebenso wenig nachvollziehbar wie deren Verweis auf die Äußerung von an diesem Verfahren nicht beteiligten Wirtschaftsprüfern in einer Verhandlung vor dem Landgericht München, dass der Durchschnitt des unverschuldeten Risikos am Markt zwischen 0,7 und 0,75 liege.

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 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). Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstant bleibender 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). Zwar sind auch in der Phase der ewigen Rente sowohl mengenmäßige Steigerungen als 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.

bbb) Der Wachstumsabschlag ist zu schätzen (vgl. Riegger/Gayk, KölnKomm zum AktG, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). In der gerichtlichen Praxis sind für die Vergangenheit Wachstumsabschläge zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 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).

ccc) Obwohl der Thematik des Wachstumsabschlages auch in den hier vorliegenden Bewertungsgutachten nur eine untergeordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie den Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

ddd) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlages 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, die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen (so auch schon Piltz, a.a.O., S. 179).

Ein ausschließlicher Rückgriff auf die erwartete Inflationsrate dürfte schon aus dem Grund zu kurz greifen, dass grundsätzlich bereits im Basiszinssatz eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die (alleinige) Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlages spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher

ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein bestimmtes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate wachsen. So hat die Kostenstruktur der Ventegis als im Zeitraum der ewigen Rente ausschließlich auf die Erbringung von Beratungsdienstleistungen orientiertem Unternehmen auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein. Mögliche Kostensteigerungen ergeben sich nicht aus der verbrauchertypischen Beschaffung eines Buketts aus Waren und Dienstleistungen, sondern allein durch steigende Personal- und Verwaltungsaufwendungen wie Mietkosten.

eee) Daneben 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 (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Zwar sprechen die Ergebnisse einiger neuerer Studien für die Annahme eines durchschnittlichen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa Creutzmann, *BewertungsPraktiker* 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, *BewertungsPraktiker*, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 Tz. 279 f. zitiert nach juris).

Darüber hinaus treffen die fraglichen Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher lediglich einen ersten Anhaltspunkt liefern. Bei der Festlegung der Wachstumsrate im Rahmen der konkreten Unternehmensbewertung wird stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft aber kaum anzutreffen sein. Entsprechend sind die empirisch beobachtbaren Wachstumsraten nur bedingt vergleichbar mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung anzusetzenden Raten (vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

fff) 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 Überschüsse sein kann, da auf die Situation im konkreten Bewertungsfall abzustellen ist. 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). Dabei ist die Frage zu beantworten, 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. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564).

ggg) Darüber hinaus ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben. Eine zusätzliche Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde.

hhh) Sowohl die Antragsgegnerin als auch haben die Feststellung, langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse der Ventegis von jährlich 1 % für möglich zu halten, nur pauschal begründet. hält diese Prognose für angemessen, begründet dies aber mit der Einschätzung, dass die Erträge des Beratungsgeschäfts tendenziell zu hoch bewertet seien.

iii) Die Kammer schließt sich dieser Wertung letztlich an. Auf welcher konkreten Grundlage sich ab 2018 aber eine dauerhaft positivere Entwicklung der Ventegis als Kleinunternehmen ergeben könnte, haben die Antragsteller nicht nachvollziehbar begründen können. Insoweit war zum einen zu berücksichtigen, dass die EZB als anzustrebende Inflationsrate für den Euro-Raum zwar eine Zielgröße von 2,0 % vorgibt, dieser Wert in der Bundesrepublik in der jüngeren Vergangenheit aber regelmäßig unterschritten wurde. Eine rein inflationsgetriebene Wachstumsrate kann daher nach Ansicht der Kammer diese Zielgröße regelmäßig nicht übersteigen. Zum anderen ist nach dem Bewertungsmodell das weitere mengenmäßige Wachstum der Gesellschaft durch den Umstand begrenzt, dass die vorhandenen personellen Ressourcen von Anfang an vollständig ausgenutzt werden.

ee) Ergebnis

Unter Berücksichtigung der von der Kammer für vertretbar gehaltenen Höhe der Marktrisikoprämie von 4,5 % ergab sich somit ein verschuldeter Kapitalisierungszinssatz von 6,20 % für das Jahr 2013 bis 5,51 % für das Jahr 2017 sowie in Höhe von 4,72 % für den Zeitraum ab 2018.

4. 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).

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) Als Sonderwerte im genannten Sinn hat die Ventegis zum einen die von ihr gehaltenen Wertpapierbestände identifiziert, welche in den Jahresabschluss zum 31. Dezember 2012 mit einem Wert von 1.018 Mio. EUR eingegangen sind. Die Gesellschaft hat den Wert dieses Portfolios mit dem Durchschnittskurs der letzten drei Monate vor Fertigstellung des Bewertungsgutachtens am 5. April 2013 angesetzt und den sich auf diese Weise ergebenden Gesamtbetrag von 1.236 Mio. EUR zum Stichtag aufgezinst.

Diese Vorgehensweise könnte aus bewertungstheoretischer Sicht zwar bemängelt werden, da für die konkrete Höhe des nicht betriebsnotwendigen Vermögens grundsätzlich der fiktive Veräußerungspreis am Stichtag abzüglich Kosten und Steuern maßgeblich ist (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 1159). Vorliegend war vom reinen Zeitablauf her aber nicht zu erwarten, dass ein Wertpapierportfolio zwischen April und Juni 2013 erheblichen Wertschwankungen unterworfen gewesen ist. Im Rahmen eines solchen Portfolios kommt es regelmäßig zu auch gegenläufigen Bewegungen der einzelnen Werte, welche sich gegenseitig ausgleichen können. Aus diesem Grunde war letztlich die Bildung eines längerfristigen Durchschnittswerts auch nicht zu beanstanden, da sie geeignet war, einen Verkaufswert zum Bewertungsstichtag zu simulieren. Aus dem Umstand, dass die Barabfindungsprüferin eine Stichtagserklärung abgegeben hat, ließ sich zudem der Schluss ziehen, dass sich nach dem 5. April 2013 keine Veränderungen ergeben haben, welche geeignet gewesen wären, Einfluss auf die Höhe der Barabfindung zu nehmen.

Soweit die Antragsteller zu 9. und 13. geltend machen, die Bildung eines Durchschnittswerts führe zur Nichtberücksichtigung einer Kurssteigerung im DAX, fehlt es an der Mitteilung konkreter Daten, anhand derer sich diese Behauptung näher substantzieren lassen könnte. Hinzu kommt, dass die Antragsgegnerin mitgeteilt hat, dass sich im Aktienbestand der Ventegis keine DAX-Werte befunden haben, so dass ein allgemeiner Trend der Kursentwicklung im DAX allenfalls indiziellen Charakter haben könnte.

Schließlich hat die Antragsgegnerin bereits mit der Aufzinsung des ermittelten Betrages einen positiven Wertverlauf unterstellt. Auch war nicht ersichtlich, dass von dem Wert des Portfolios die anfallenden Veräußerungskosten in Abzug gebracht worden sind, was sich gleichfalls zu Gunsten der Abfindungsberechtigten auswirkte.

c) Zum anderen sammelt die Ventegis nach der Planung im Verlauf der Detailplanungsphase mit dem Verkauf der Beteiligungen Liquidität an, über deren Verwendung nach dem Beschluss der Gesellschaftsorgane vom 20. März 2013 erst nach dem vollständigen Abverkauf Ende 2016 entschieden werden soll. In der Planung wurde daher angenommen, dass die fraglichen Erlöse bis zum Jahr 2017 im Unternehmen verbleiben und den Minderheitsaktionären der Wertbetrag aus Thesaurierung werterhöhend zugerechnet wird. Dabei wird unterstellt, dass die thesaurierten Mittel kapitalwertneutral in Höhe der Eigenkapitalkosten vor Steuern wieder angelegt werden können. Die Prüferin hat insoweit zutreffend keine Einwendungen erhoben.

Aufgrund der zu Bewertungszwecken erfolgende unmittelbaren Zurechnung der Thesaurierungsbeträge waren diese entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 11. und 22. nicht als der Gesellschaft frei zur Verfügung stehende zinstragende Mittel in die Planungsrechnung aufzunehmen. Aus diesem Grunde ist kommt es auch nicht zu einem zu geringen Ansatz von Zinserträgen, da es sonst – wie die Antragsgegnerin zutreffend geltend macht - zu einer doppelten Zurechnung kommen würde.

d) Die bei der Ventegis zum Stichtag vorhandenen körperschaftssteuerlichen Verlustvorträge in Höhe von mehr als 11 Mio. EUR und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge von mehr als 9 Mio. EUR waren aus demselben Grund nicht im Rahmen des neutralen Vermögens als Sonderwerte zu berücksichtigen. Die Antragsgegnerin hat in der Bewertung der Ventegis nämlich vereinfachend die Annahme getroffen, dass weder im Detailplanungszeitraum noch in der Rentenphase Unternehmenssteuern anfallen. Dies führt zu einem steten Verbrauch der Verlustvorträge, so dass deren erneute, gesonderte Berücksichtigung nicht in Betracht kam.

Auch das steuerliche Einlagenkonto, dessen Höhe sich am 19. Juni 2013 auf rund 3,42 Mio. EUR belief, wurde nach den Feststellungen von im Rahmen der Ermittlung der freien Liquidität in vollem Umfang verbraucht und bedurfte daher keiner erneuten Betrachtung.

e) Für die Ermittlung des Sonderwerts folgt die Kammer damit den Feststellungen von Antragsgegnerin und

Ventegis Sonderwert	T€
Wertpapiere	1.255
freie Liquidität	3.170
persönliche Steuern	-265
Sonderwert	4.160

5. Steuerbelastung

a) Unternehmenssteuern

Wie oben bereits erwähnt sind Unternehmenssteuern im Bewertungskalkül nicht enthalten. Diese Annahme wirkte sich im Ergebnis werterhöhend aus, da die vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge endlich sind und die Ventegis daher ab einem bestimmbaren Zeitpunkt in der Zukunft Unternehmenssteuern entrichten müsste.

b) Persönliche Steuern

Keine Bedenken bestehen gegen die sowohl im Bewertungsgutachten als auch von vorgenommene Kürzung der erwarteten Erträge um die persönlichen Ertragsteuern.

aa) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektivierter 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).

bb) Entsprechend sind sowohl für die geplanten Ausschüttungen aus laufenden Erträgen als auch auf das den Aktionären zugerechnete neutrale Vermögen nach Verbrauch des steuerlichen Einlagenkontos persönliche Steuern zu berechnen. Für diese ist der in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % in Ansatz gebracht worden. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschläge würde.

cc) Die Steuervorteile aus dem steuerlichen Einlagenkonto können sich dagegen nicht auf die Besteuerung der im Detailplanungszeitraum sowie in der ewigen Rente thesaurierten Beträge

auswirken. Insoweit kommt es nämlich zu keinen unmittelbaren Ausschüttungen an die Aktionäre, da ihnen die Thesaurierungen lediglich fiktiv für die Zwecke der Bewertung zugerechnet werden. Damit war es sachgerecht, im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung in Ansatz zu bringen, die seit dem 1. Januar 2009 auf Kursgewinne infolge von Investitionen der thesaurierten Mittel anfällt. Diese Gewinne unterliegen bei Veräußerung der Aktien grundsätzlich der Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag.

Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt maßgeblich von der Haltedauer der Aktie ab und sinkt infolge des Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es erforderlich, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung auch hier eine Typisierung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann. Die Bewertungsgutachterin ist dabei – ebenso wie – von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den hälftigen nominellen Steuersatz angesetzt. Der typisierende Ansatz des halben nominalen Steuersatzes von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag ist in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt und kann daher einer gerichtlichen Schätzung zugrunde gelegt werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894; OLG Stuttgart, AG 2013, 724/728 m. w. N.).

Der Umstand, dass die Abfindung selbst ebenfalls zu versteuern ist, ändert nichts daran, dass für die Bewertung des Unternehmens und die Festlegung der Abfindung die Nettozuflüsse an die Anteilseigner zugrunde zu legen sind.

dd) Wenn etwa die Antragstellerin zu 6. einwendet, durch die Sonderregelungen für „Alterwerber“, die ihre Anteile vor dem 31. Dezember 2008 erworben haben, müsse die Veräußerungsgewinnbesteuerung unberücksichtigt bleiben, vermochte dies die Kammer schon von der Prämisse her nicht zu überzeugen: Bei einem Bewertungsstichtag, der fast viereinhalb Jahre nach dem 31. Dezember 2008 liegt, ist keinerlei Basis für die Vermutung gegeben, dass alle oder ein wesentlicher Teil der Minderheitsaktionäre schon zu diesem Zeitpunkt Anteilsinhaber gewesen sein müssten.

6. Börsenkurs

Die Betrachtung von Börsenkursen der Ventegis konnte nicht zu einer Barabfindung oberhalb des von der Antragsgegnerin gezahlten Betrages führen.

- a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre nach § 327 a Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest. 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 (vgl. zu alledem BVerfG, NZG 1999, 931 ff. – DAT / Altana).
- c) Unter normalen Umständen stellt ein Verkauf der Anteile an der Börse eine sichere Handlungsalternative der Minderheitsaktionäre dar, um den in der Aktie verkörperten Wert wieder „zu Geld zu machen“.
- d) Unter Berücksichtigung der Besonderheiten des vorliegenden Bewertungsfalles hält es die Kammer jedoch weder für zwingend noch für geboten, den Börsenkurs der Ventegis im maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als Untergrenze für die zu leistende Barabfindung heranzuziehen.
- e) Die Aktien der Gesellschaft wurden lediglich im Freiverkehr gehandelt. Sie galten damit nach § 3 Abs. 2 AktG nicht als börsennotiert (für eine grundsätzliche Nichtberücksichtigung des

Börsenkurses für die Abfindungshöhe in einem solchen Fall sprechen sich etwa Spindler/Stilz/Veil AktG 2. Aufl. Rz. 57 zu § 305 AktG sowie Arnold/Rothenburg, DStR 2014, 150, 155 aus).

Nach Ansicht der Kammer greift es im Licht der Rechtsprechung des BVerfG allerdings zu kurz, für die Frage der Heranziehung des Börsenkurses bei der Verkehrswertermittlung allein auf den Umstand abzustellen, dass die Aktien einer Gesellschaft zwar an der Börse gehandelt werden, rechtlich aber nicht als börsennotiert gelten. Der verfassungs- und obergerichtlichen Rechtsprechung ist eine derartige Einschränkung jedenfalls nicht zu entnehmen. Dabei mag zu berücksichtigen sein, dass die Fragestellung, ob für den Handel im Freiverkehr andere Voraussetzungen anzunehmen sind als für den regulierten Börsenhandel, soweit ersichtlich, bislang keine entscheidungserhebliche Rolle gespielt hat. Auf der anderen Seite handelt es sich nach der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur Frage der aktien- und verfahrensrechtlichen Folgen eines Delisting bei der Fungibilität der Aktie nicht um einen verfassungsrechtlich geschützten Bestandteil des Aktieneigentums (vgl. BVerfG, NZG 2012, 826 ff.). Damit erschiene es nicht gerechtfertigt, der (fehlenden) förmlichen Börsennotierung im Rahmen der Ermittlung des Verkehrswerts einer Aktie die Bedeutung eines Ausschlusskriteriums beizumessen.

f) Allerdings wird aus verfassungsrechtlicher Sicht bei einem Squeeze-Out zwar eine Entschädigung zum Verkehrswert geschuldet, dieser kann aber nicht in jedem Fall mit dem Börsenkurs gleichgesetzt werden. Gerade bei Aktien, die an der Wertpapierbörse lediglich im Freiverkehr gehandelt werden, bedarf es des besonderen Augenmerks darauf, ob bei ihnen gleichwohl ein so liquider Börsenhandel stattfindet, dass die dabei erzielten Börsenpreise auch den Verkehrswert widerspiegeln. Im Freihandel wird für den Aktionär häufig nicht die Möglichkeit bestehen, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2010, 1087, 1089). Daneben ist zu berücksichtigen, dass die Publizitäts- und Transparenzvorschriften des WpHG für den Freiverkehr nicht gelten, so dass die Veröffentlichung und Auswertung kursrelevanter Informationen für die in diesem Börsensegment gehandelten Aktien nicht in gleichem Umfang gewährleistet ist wie für die im regulierten Markt zugelassenen Aktien. Dies lässt einen im Freiverkehr zustande gekommenen Börsenkurs grundsätzlich in geringerem Maße zur Ermittlung des Unternehmenswerts als geeignet erscheinen (vgl. Arnold/Rothenburg, DStR 2014, 150, 155).

g) Ausschlaggebend dürfte vorliegend vor allem sein, dass nach den von im maßgeblichen Betrachtungszeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Absicht des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre, mithin zwischen dem 26. November 2012 und dem 25. Februar 2013, nur eine geringe Handelstätigkeit zu verzeichnen war. Ein Handel fand an lediglich 15 % der

Börsentage statt, wobei die Umsätze lediglich 1,65 % der außenstehenden Aktien umfassten. Darüber hinaus waren an vier der neun Handelstage erhebliche Kurssprünge von 5 % und mehr zu verzeichnen. Im Anwendungsbereich der WpÜG-AngebotsVO, die nur bei einer Börsennotierung, nicht aber im Freiverkehr gilt, könnte folglich nach § 5 Absatz 4 WpÜG-AngebotsVO ein relevanter Durchschnittskurs nicht gebildet werden. Nach dieser Vorschrift findet ein Börsenkurs bei der Ermittlung eines Mindestpreises im Rahmen eines Übernahmeangebots dann keine Berücksichtigung, wenn an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden sind und mehrere nacheinander festgestellte Kurse um mehr als 5 % voneinander abweichen. Das kann als Indiz für Marktenge angesehen werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, BeckRS 2014, 15039) und spricht gegen eine hinreichende Liquidität sowie gegen die Annahme, dass aus den gemittelten Kursen ein Rückschluss auf den „wahren Wert“ des Unternehmens möglich und zulässig ist. Nur solche Börsenkurse sind maßgeblich im Sinne von aussagekräftig, aus denen als Folge der Marktbewertung der Aktie verlässlich ein typisierter Preis abgeleitet werden kann (vgl. OLG Stuttgart, AG 2008, 783, 785).

h) Lediglich das Vorhandensein von Geldkursen war nicht ausreichend, um von einem für Abfindungszwecke validen Börsenkurs ausgehen zu können. Zwar ist grundsätzlich nicht ausgeschlossen, dass bei geringer Volatilität auch Geldkurse einen geeigneten Wertmaßstab bilden können, weil eine anhaltende Nachfrage nach Aktien unter solchen Umständen die Prognose eines Verkehrswert erlaubt, zu dem ein typisierter Aktionär hätte verkaufen können (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008, 20 W 9/06, BeckRS 2008, 04445 m.w.N.). Eine in diesem Sinne hinreichend konstante Nachfrage nach den Aktien der Ventegis war aber nicht ersichtlich.

Nach den der Kammer vorliegenden Informationen existierte nämlich, anders als die Antragsgegnerin dies – wohl fehlerhaft – im Übertragungsbericht darstellt, im maßgeblichen Betrachtungszeitraum gerade keine durchgehende Nachfrage zu den ausgewiesenen Geldkursen. Vielmehr bestand eine Nachfrage im Rahmen des dokumentierten Handels mit Aktien der Ventegis lediglich an acht Handelstagen, wie sich aus einer gegenüber dem Gericht erteilten Auskunft der Börse Berlin vom 19. Juni 2014 ergibt. Es lässt sich damit aufgrund der verfügbaren Daten nicht erkennen, dass diese die Nachfragesituation den verbliebenen Minderheitsaktionären der Gesellschaft eine jederzeitige Desinvestition ermöglicht hätte.

i) Nach Überzeugung der Kammer besteht bei lediglich sporadisch im nicht regulierten Markt gehandelten Aktien auch keine Verpflichtung der Spruchgerichte, die Daten aller tatsächlichen oder auch nicht zustande gekommenen Transaktionen zu ermitteln, um die Kompensation an den

entsprechenden Werten auszurichten. Diese repräsentieren nämlich weder den Verkehrswert des Unternehmens, an dessen Verhältnissen die vom Mehrheitsaktionär zu zahlende Abfindung nach dem Wortlaut des § 327 Abs. 1 Satz 2 AktG grundsätzlich auszurichten ist, noch den Verkehrswert der Aktien. Ein solcher kann nur aus einer Vielzahl von Geschäftsabschlüssen hergeleitet werden, da nur auf diese Weise der Schluss gerechtfertigt ist dass deren Konditionen dem entsprechen, was der Verkehr dem Unternehmen als Wert beimisst. Dem gegenüber stehen die zwischen vereinzelt Käufern und Verkäufern ausgehandelten Preise, bei denen sich regelmäßig nicht die Vermutung rechtfertigen lässt, dass andere Marktteilnehmer denselben Grenzwert für maßgeblich erachten.

j) Auch aus verfassungsrechtlichen Gründen ist es nicht geboten, jedwedes im (Börsen-) Handel zu beobachtendes Kaufangebot als beachtliches Datum für die Abfindungsuntergrenze anzusehen. Das Bundesverfassungsgericht hat es, wie oben erwähnt, gerade für den Fall der hier vorliegenden Marktengung nicht für zwingend erachtet, einen Verkaufspreis der Aktie zu ermitteln und auf diesen zurückzugreifen, falls er den Vertragswert übersteigt.

k) Es konnte für die Höhe der Barabfindung nach § 327b AktG damit nicht darauf abgestellt werden, dass nicht völlig auszuschließen ist, dass es einzelnen Aktionären vielleicht möglich gewesen wäre, ihre Aktien für einen oberhalb von 2,70 EUR liegenden Preis zu veräußern. Insofern ist erneut zu betonen, dass Art. 14 Abs. 1 GG keine Entschädigung zum Börsenkurs, sondern zum Verkehrswert verlangt (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2010, 1087, 1089).

l) Soweit einige Antragsteller meinen, die Antragsgegnerin habe durch die - unstrittig - fehlerhaften Angaben zur Nachfrage nach Aktien der Ventegis innerhalb des Referenzzeitraums im Übertragungsbericht einen irgendwie gearteten Vertrauenstatbestand geschaffen, war dies im Rahmen des Spruchverfahrens irrelevant. Die Höhe der Kompensation ist durch das Gericht nach objekt(vier)ten Kriterien zu beurteilen und hängt damit nicht von subjektiven Erwartungen der Beteiligten ab.

7. Vorerwerbe

Die Auffassung der Antragstellerin zu 19., dass sich die Mindesthöhe der zu leistenden Barabfindung an dem freiwilligen Übernahmeangebot aus dem Jahr 2009 zu orientieren habe, geht fehl. Aufgrund des zeitlichen Abstands zum Bewertungsstichtag besitzt das damalige Angebot der Antragsgegnerin keine auch nur indizielle Bedeutung im Hinblick auf den Wert der Gesellschaft Mitte 2013. Mit einem solchen Übernahmeangebot ist regelmäßig – wie auch hier –

nicht die Zusicherung durch den Mehrheitsaktionär verbunden, dass es sich bei dem festgesetzten Erwerbspreis um den zukünftigen Mindestpreis handeln soll.

8. Liquidationswert

Soweit die Antragsteller zu 9. und 13. das Fehlen einer konkreten Ermittlung des Liquidationswerts „unter Ansatz realistischer Preise“ bemängeln, war dies unbeachtlich. Zum einen bestand keine Notwendigkeit, eine alternative Bestimmung des Unternehmenswerts auf der Grundlage von Liquidationserlösen durchzuführen. Auf der anderen Seite war auch von vornherein nicht ersichtlich, dass die Betrachtung eines Liquidationsszenarios zu einem höheren Unternehmenswert führen könnte.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist zwar anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert im konkreten Bewertungsfall 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 das 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/Gayk, a.a.O., Rz. 82 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach 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 Ventegis wird nach der vorliegenden Planung dauerhaft profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig übersteigen sollen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Vor diesem Hintergrund war eine lediglich überschlägige Betrachtung der Höhe eines fiktiven Liquidationserlöses ausreichend. Diesbezüglich sind die Antragsgegnerin und übereinstimmend zu dem Ergebnis gelangt, dass der Liquidationswert unterhalb von Ertragswert und Net Asset Value liegt und damit unbeachtlich ist. Dieses Ergebnis ist auch ohne weiteres plausibel, da bei einer Liquidation der Ventegis zum Bewertungsstichtag die zukünftigen Erträge aus dem Beratungsgeschäft entfielen und gegenüber dem NAV Liquidationskosten anfielen. Es ist auch weder ersichtlich noch von den Antragstellern behauptet, dass entgegen der Einschätzung der Gesellschaft der Wert der verbliebenen Beteiligungen zwischen dem Stichtag und dem jeweils

geplanten Exit-Zeitpunkt deutlich sinkt und aus diesem Grunde eine zeitnahe Veräußerung ökonomisch geboten wäre.

Abwegig war in diesem Zusammenhang die Auffassung des Antragstellers zu 23., dass die Ventegis im Fall ihrer Liquidation Zugriff auf von den Beteiligungsunternehmen gehaltene Schutzrechte erlangen könnte. Dies wäre allenfalls beim Erwerb der Kontrollmehrheit denkbar.

9. Net Asset Value

Die Barabfindungsprüferin hat neben dem Ertragswert der Ventegis auch den so genannten Net Asset Value ermittelt. Hierbei handelt es sich um die isolierte Betrachtung aller zum Bewertungsstichtag vorhandenen, verkehrsfähigen Vermögenswerte und Schulden der Gesellschaft unter Bildung eines entsprechenden Saldos. Die Wertermittlung erfolgt dabei ausschließlich auf der Ebene der Gesellschaft, so dass persönliche Steuern der Anteilhaber keine Rolle spielen.

a) hat neben dem Marktwert aller positiven und negativen Assets der Ventegis darüber hinaus den Wert des Beratungsgeschäfts sowie einen Barwert für die anfallenden Verwaltungskosten ermittelt. Im Ergebnis gelangt die Prüferin zu einem NAV von 8,446 Mio. EUR, was umgerechnet auf die einzelne Aktie der Ventegis einem Wert von 2,37 EUR entspricht.

Soweit die Ermittlung des NAV im Einzelnen von einigen Antragstellern kritisiert wird, vermochten die angeführten Argumente nicht durchzugreifen.

b) Die vorgenommene Reduzierung der vom Vorstand der Ventegis geschätzten Exit-Erlöse war – jedenfalls im Rahmen des NAV – nicht zu beanstanden und ist von der Prüferin auch hinreichend erläutert worden. Zwar dürfte es im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts nicht gerechtfertigt sein, auf die erwarteten Exit-Preise einen pauschalen Abschlag vorzunehmen, da das Risiko, dass diese nicht erzielt werden können, bereits durch den Risikozuschlag im Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird. Etwas anderes gilt jedoch im Rahmen der Ermittlung des NAV, da es hier um die konkreten Werte im Zeitpunkt der Beschlussfassung geht. Die Prüferin hat im Hinblick auf die Exit-Erlöse betont, dass für den Fall einer außerplanmäßigen Veräußerung von Beteiligungen unter Verstoß gegen die verhandelten Exit-Zeitpunkte hohe Abschläge anfallen, ohne dass diese Feststellung von den Antragstellern in Frage gestellt worden ist. hat insoweit jedenfalls nicht, wie von Antragstellerseite behauptet, für sich in Anspruch genommen, die Höhe der zu erwartenden Exit-Erlöse besser beurteilen zu können als der Vorstand der Ventegis.

c) Entgegen der Einwendungen der Antragsteller zu 19. bis 21. war nicht ersichtlich, dass die Berücksichtigung der kapitalisierten Verwaltungskosten fehlerhaft erfolgt sein sollte. Im Übrigen hat die Antragsgegnerin zu diesem Punkt zutreffend darauf hingewiesen, dass selbst eine abweichende Sichtweise durch den Werteffekt in Höhe von 0,23 EUR pro Aktie nicht zu einer die gewährte Abfindung übersteigenden Höhe des NAV führen würde.

10. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, 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. 1 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). Lediglich die bloße Erfolglosigkeit des Erhöhungsbegehrens kann regelmäßig nicht zur Kostentragungspflicht der Antragsteller führen (vgl. Simon/Winter, SpruchG, Rz. 62 zu § 15 SpruchG). Die Rechtfertigung für eine solch restriktive Handhabung liegt in der besonderen Natur des Spruchverfahrens begründet: Gegenstand von Spruchverfahren sind gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen, die vom Mehrheitsaktionäre gegen den Willen der Minderheitsaktionäre durchgeführt werden. Hinsichtlich der als Kompensation gewährten angemessenen Entschädigung bedürfen die Minderheitsaktionäre eines effektiven Rechtsschutzes, der bei einer möglichen Belastung mit Gerichtskosten für den Fall des Misserfolgs des Spruchverfahrens deutlich beeinträchtigt wäre (vgl. KölnKomm/Roskopf, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 38 zu § 15 SpruchG).

c) Wegen des Verfahrensergebnisses entsprach es allerdings nicht der Billigkeit, der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen. § 15 Abs. 2 SpruchG sieht insoweit ein dem § 23 Nr. 14 GNotKG entgegengesetztes Regel-/Ausnahmeverhältnis vor. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs nur dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass die Unzulässigkeit beziehungsweise Unbegründetheit der Anträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller ihre Kosten endgültig selbst zu tragen haben (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 89 zu § 15 SpruchG; KölnKomm/Roskopf, SpruchG, Rz. 48 zu § 15 SpruchG).

d) Ebenso wenig war es veranlasst, den Antragstellern die Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin aufzugeben. § 15 SpruchG verhält sich zu dieser Kostenposition nicht. Allerdings ist aus eben diesem Grunde anzunehmen, dass die sonstigen Regelungen in dieser Norm abschließend sind. Wenn bereits die Gerichtskosten dem Antragsteller nach § 15 Abs. 2 SpruchG, abhängig vom Ausgang des Verfahrens, nur im Ausnahmefall auferlegt werden können, würde sich eine Möglichkeit, ihn nach Billigkeit sogar zur Tragung der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners zu verpflichten, nicht in das gesetzgeberisch vorgesehene Modell zur Verteilung des Kostenrisikos im Spruchverfahren einfügen. Schon das grundsätzlich zwischen Minderheitsaktionären und Mehrheitsaktionär bestehende informationelle Ungleichgewicht rechtfertigt es, die im Spruchverfahren Antragsberechtigten nur mit einem beschränkten, berechenbaren Kostenrisiko zu belasten (vgl. BGH, NZG 2012, 191, 193).

11. Geschäftswert

Die Festsetzung des Geschäftswerts ergibt sich aus § 74 Abs. 1 Satz 1 GNotKG.

Rechtsmittelbelehrung:

Gegen diesen Beschluss finden die Rechtsmittel der Beschwerde oder der Sprungrechtsbeschwerde statt.

Rechtsmittel der Beschwerde

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift beim Landgericht Berlin, Littenstraße 12-17, 10179 Berlin einzulegen. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeine Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Rechtsmittel der Sprungrechtsbeschwerde

Gegen diesen Beschluss findet auf Antrag unter Übergehung der Beschwerdeinstanz unmittelbar die Rechtsbeschwerde (Sprungrechtsbeschwerde) statt, wenn die Beteiligten in die Umgehung der Beschwerdeinstanz einwilligen und der Bundesgerichtshof die Sprungrechtsbeschwerde zulässt. Der Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde und die Erklärung der Einwilligung gelten als Verzicht auf das Rechtsmittel der Beschwerde.

Die Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist durch Einreichung eines Schriftsatzes (Zulassungsschrift) beim Bundesgerichtshof (Herrenstraße 45 a, 76133 Karlsruhe) zu beantragen.

Die Frist für die Einlegung des Antrags auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde beträgt einen Monat. Sie beginnt mit der Zustellung des in vollständiger Form abgefassten Beschlusses, spätestens aber mit Ablauf von fünf Monaten nach dem Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

In dem Antrag muss dargelegt werden, dass die Rechtssache grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung die Entscheidung des Rechtsbeschwerdegerichts erfordert. Für den Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde ist die Vertretung durch einen beim Bundesgerichtshof zugelassenen Rechtsanwalt erforderlich, der die Zulassungsschrift zu unterschreiben hat.

Die schriftliche Erklärung der Einwilligung des Beschwerdegegners ist dem Zulassungsantrag beizufügen oder innerhalb der oben genannten Frist zur Einlegung des Rechtsmittels beim Bundesgerichtshof einzureichen.