

Landgericht München I

Az. 5HK O 24402/13



In dem Spruchverfahren



wegen Barabfindung



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 5.3.2015 und 9.7.2015 am 21.12.2015 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der W.E.T. Automotive Systems AG zu leistende Barabfindung wird auf € 95,53 je Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 7.11.2013 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu zahlenden Vergütung wird auf € 200.000,-- festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Zwischen der W.E.T. Automotive Systems AG (im Folgenden auch: W.E.T. AG oder die Gesellschaft) als beherrschter Gesellschaft und der Antragsgegnerin als herrschender Gesellschaft besteht ein mit Eintragung in das Handelsregister am 22.2.2013 wirksam gewordener Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, der eine Ausgleichszahlung in Höhe von € 3,71 je W.E.T.-Aktie sowie eine im Wege eines außergerichtlichen Vergleichs auf € 85,- erhöhte Barabfindung vorsah. Die ordentliche Hauptversammlung der W.E.T. AG fasste am 28.8.2013 unter Tagesordnungspunkt 7 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung auf € 90,05 auf die Antragsgegnerin zu übertragen, nachdem diese rund 99,5 % der Aktien der über ein Grundkapital von € 9,6 Mio. verfügenden Gesellschaft hielt. Der Geschäftsgegenstand des Unternehmens liegt aufgrund von § 2 Abs. 1 der Satzung der Gesellschaft in der Herstellung sowie dem Handel, Import und Export von Komponenten und Systemen der Wärme- und Elektrotechnik und damit verwandter Gebiete, überwiegend für den Einsatz im Automobilbereich. Darüber hinaus ist die Gesellschaft nach § 2 Abs. 2 ihrer Satzung zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen; zu diesem Zweck kann sie die Geschäftstätigkeit auch durch Tochter-, Gemeinschafts- und Beteiligungsunternehmen ausüben sowie Unternehmens- und Kooperationsverträge mit anderen Unternehmen abschließen.

Die Aktien der W.E.T. AG waren zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie im Freiverkehr der Börsen Berlin, Stuttgart, Düsseldorf, Hamburg und München zugelassen. Am 22.3.2013 veröffentlichte die Gesellschaft eine ad hoc-Mitteilung, in der sie das Ver-



derwerte in Höhe von € 5,521 Mio. sowie nicht betriebsnotwendiges Vermögen in einem Umfang von € 5,657 Mio. an.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 3.4.2013, Az. 5HK O 7469/13 zum Abfindungsprüfer bestellte

gelangte in ihrem Bewertungsbericht vom 18.6.2013 (Anlage zum Schriftsatz vom 26.11.2013, Bl. 12/13 d.A.) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung von € 90,05 je Stückaktie sei angemessen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 30.10.2013 in das Handelsregister der W.E.T. AG eingetragen und anschließend am 6.11.2013 durch das Amtsgericht – Registergericht – Augsburg gemäß § 10 HGB bekannt gemacht. Im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister waren alle Antragsteller Aktionäre der W.E.T. AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 6.2.2014 beim Landgericht München I zumindest per Telefax eingegangenen Anträge machen alle Antragsteller geltend, die festgesetzte Barabfindung von € 90,05 sei zu niedrig und folglich unangemessen.
 - a. Der Wert der zu kapitalisierenden Überschüsse liege deutlich höher als in den beiden Gutachten von und angenommen.
 - (1) Dies zeige sich bereits an der mangelnden Eignung der Planung, nachdem davon ausgegangen werden müsse, die Antragsgegnerin habe Einfluss hierauf genommen. Das deutliche Überschreiten der Planergebnisse in zumindest Teilen der Jahre der Vergangenheitsanalyse von 2010 bis 2012 zeige die mangelnde Systematik, nachdem darin Trends falsch wiedergegeben worden seien. Verdächtig sei auch eine parallele Entwicklung in allen Produktklassen der Ge-



sellschaft. Der Ansatz einer Detailplanungsphase von vier Jahren erscheine als zu kurz.

- (2) In jedem Fall aber bedürfe die Planungsrechnung angesichts zu pessimistischer und nicht mehr plausibler Annahmen der Korrektur.
 - (a) Die Umsatzplanung mit sinkenden Zuwachsraten vor allem von 2015 auf 2016 sei unplausibel, nachdem das Bewertungsgutachten ebenso wie auch der Prüfungsbericht auf deutlich positivere allgemeine Wachstumsaussichten hinweise und die Automobilbranche vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Asien als maßgebliche Absatzmärkte von einem Wachstum von durchschnittlich über 3 % p. a. auch nach 2014 ausgehe. Der Widerspruch resultiere zudem aus dem wachsenden Anteil der Zulieferer in der Wertschöpfungskette und dem begrenzten Preisdruck der Hersteller auf Zulieferer. Zudem berücksichtige der Planansatz zu wenig die Bedeutung zuverlässiger Zulieferer. Der angenommene Umsatzrückgang stehe in Widerspruch zur Positionierung der Gesellschaft im Premiumsegment mit der Folge, dass die W.E.T. AG von Überkapazitäten nicht so stark getroffen werde. Die zunehmende Bedeutung von Sitzheizungen und Klimasitzen auch unterhalb der Premiumklasse und in Asien müsse stärker in die Planung einfließen. Bei den Ansätzen in 2015 und 2016 komme die Stellung als Hidden Champion auf dem Markt der Sitzheizungen und als Marktführer mit Alleinstellungsmerkmal und technologischer Führerschaft nicht ausreichend zum Tragen. Die Tatsache des Abschlusses langfristiger Verträge mit den Original Equipment Manufacturern (OEM) nehme den Wettbewerbsdruck. Unklar bleibe, auf welcher Basis die Zahl von Wettbewerbern in Phase I beruhe. Zudem gebe es hohe Markteintrittsbarrieren auch regulatorischer Art. Die Planung berücksichtige zudem zu wenig die allgemeinen Wachstumsaussichten des Bruttoinlandsprodukts



mit hohen Wachstumsraten vor allem in Nordamerika und Asien sowie die weltweiten Förderprogramme für umweltfreundliche Technologien. Die Dauer von Konjunkturzyklen hätte stärker in die Planung einfließen müssen. Fraglich sei, inwieweit alle Tochtergesellschaften berücksichtigt worden seien. Ebenso müsse der Anstieg der Aufwendungen für Forschung & Entwicklung zu einer verstärkten Teilnahme an positiven Marktentwicklungen führen. Angesichts des Ergebnisses des ersten Halbjahres mit € 17,9 Mio. entsprechend dem Halbjahresbericht sei der Ansatz eines Jahresergebnisses von lediglich € 31,2 Mio. und damit weit unter dem Ergebnis des Jahres 2012 fehlerbehaftet.

- (b) Im Rahmen der Aufwandsplanung fehle dem Anstieg der Verwaltungskosten in vier Jahren um € 10 Mio. nach einem Anstieg von nur € 4 Mio. in den Jahren der Vergangenheitsanalyse die Plausibilität. Völlig unklar bleibe die Planung der Rohstoffpreise, was namentlich für Kupfer gelte. Dem angenommenen Anstieg der Preise hierfür fehle die Plausibilität angesichts einer Presseerklärung vom 05.01.2014 – also einem Zeitpunkt von nur rund vier Monaten nach der Hauptversammlung – über gesunkene Rohstoffpreise. Der Rückgang der Bruttomarge von 28,4 % im Jahr 2012 auf 25,3 % zum Ende der Detailplanungsphase könne vor allem wegen der Produktionsverlagerung in Niedriglohnländer nicht nachvollzogen werden; beim Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag sei die geplante Entwicklung mit einem Absinken auf 25,2 % auch nicht eingetreten, sondern vielmehr sei es zu einer Verbesserung gekommen. Weiterhin stehe der Rückgang der Bruttomarge in Widerspruch zu den von der Antragsgegnerin selbst angeführten Prozessverbesserungen. Klärungsbedürftig sei, wie sich in der Planung der Produktmix verschoben habe und welchem prozentualen Umfang sich der Materialkostenaufwand im Vergangenheitszeitraum



und in der Detailplanungsphase wie in der Ewigen Rente auf Sitzheizungen, Klimasitze und Autokabeltechnik verteile. Die Gesellschaft müsse doch in der Lage sein, Materialkostensteigerungen im Segment Autokabeltechnik an ihre Kunden weiterzugeben. Unklar sei weiterhin, worin der erhöhte Materialkostenaufwand durch den Einsatz der Positive Temperature Coefficient-Technik (PTC-Technik) Gründe und in welcher Höhe sich der Materialaufwand auf diese Technologie mit welchen wertmäßigen Auswirkungen verschiebe. Ebenso müsse erläutert werden, ab wann die Planung mit einer Verlagerung der Produktion nach Indonesien oder Vietnam ausgehe und wie sich dies auf die Personalkosten auswirke. Der Anstieg der Materialkostenquote in Phase I sei wegen fehlender Berücksichtigung von Kostendegressions- und Skaleneffekten unplausibel.

Nicht nachvollzogen werden könne der Ansatz einer pauschalierten Qualitätsrückstellung; zudem zeige die Planung nicht, wie die Bildung sonstiger Rückstellungen mit der Auflösungsquote in der Vergangenheit korrespondiere. Angesichts der starken Erweiterung des asiatischen Marktes sei der Rückschluss auf die Notwendigkeit des Ansatzes von 7% der stark steigenden Umsatzerlöse für Forschung & Entwicklung unzulässig.

- (c) Die Entwicklung des EBIT könne nicht beibehalten werden. Aufgrund der hohen Aufwendungen für Forschung und Entwicklung müsse es zu Margensteigerungen kommen. Das langsame Wachstum des EBIT ab 2014/2015 könne nicht mit der Alleinstellung und der technologischen Führerschaft in Einklang stehen, weil dadurch für die Gesellschaft die Möglichkeit bestehe, Preissteigerungen relativ einfach an ihre Kunden weiterzugeben. Das Wachstum ab 2016 unterhalb des erwarteten Wachstums der Automobilbranche sei fehlerhaft angenommen.



- (d) Bei den Synergien fehle jegliche Erläuterung zur Berücksichtigung in ihrer Höhe in den einzelnen Planjahren. Unzulässig sei in jedem Fall der Ansatz negativer echter Verbundeffekte angesichts der fraglichen Rückbelastung der durch die Übernahme der Vertriebsmitarbeiter der Antragsgegnerin in Korea entstandenen Kosten, wobei der Umfang der der Gesellschaft entstandenen Kosten für den Vertrieb von Produkten der Antragsgegnerin in Korea ebenso zu ermitteln sei wie die Höhe der Weiterbelastung dieser Kosten an die Antragsgegnerin und die Berechnung marktüblicher Aufschläge an die Antragsgegnerin. Zudem hätten sich die Synergien auch bei den Kosten für Forschung & Entwicklung niederschlagen müssen.
- (e) Beim Finanzergebnis bleibe unklar, warum kein Zinsertrag ausgewiesen sei, während andererseits trotz Thesaurierung in Höhe von € 46,3 Mio. in den Jahren 2013 bis 2015 Zinsaufwand in erheblicher Höhe das Ergebnis der Gesellschaft belaste. Die Planung der zinsbehafteten Verbindlichkeiten müsse in Phase I wie auch im Terminal Value dargestellt werden.
- (f) In der Ewigen Rente lasse sich der Rückgang der EBIT-Marge auf 8 % nicht rechtfertigen, nachdem dieser Wert nicht unerheblich unter dem niedrigsten Wert aller Jahre der Vergangenheitsanalyse und der Detailplanungsphase liege. Dies resultiere aus dem Umstand, dass die W.E.T. AG aufgrund von Produkt- und Größenmerkmalen vom Verdrängungswettbewerb profitiere und jeder OEM leistungsstarke und krisenfeste Zulieferer benötige. Die EBIT-Marge müsse angesichts der fehlenden Berücksichtigung konkreter Programmverluste in der Planung und daraus resultierend nicht nachlassender Fixkosteneffekte sowie wegen der Folgen der Gründung von Niederlassungen in Vietnam oder Indonesien höher angesetzt werden. Dies ergebe sich auch aus Programmverbesserungen und damit einherge-



henden Kostensenkungen, was zeige, dass Steigerungen der Rohstoffpreise wie auch der Lohnkosten in der Vergangenheit hätten kompensiert werden können. Aus den Investitionen in Forschung & Entwicklung mit dann neuen Innovationsfeldern und neuen Anwendungsbereichen zeige sich, dass im Terminal Value eine höhere EBIT-Marge zu erzielen sei.

- (g) Unzulässig sei es, wenn ein erheblicher Teil der geplanten Ergebnisse und Unternehmenssteuern, bei denen gerade auch die Ermittlung des Konzernsteuersatzes unklar bleibe, dem Unternehmenswert weder als Ausschüttung noch fiktiv als Thesaurierung zukämen. Klärungsbedarf bestehe zudem nach der Verwendung eines Betrages von € 46,5 Mio. in Phase I und hinsichtlich der Art und Weise der Verwendung der thesaurierten Überschüsse. Angesichts der starken Einschränkung des Wachstums bereits im Jahr 2014 bestehe keine Notwendigkeit für eine Thesaurierung. Nicht nachvollzogen werden könne es, wenn thesaurierte Beträge bei der Ertragswertermittlung unberücksichtigt blieben und dadurch eine Reduzierung der Unternehmensbewertung auf die Ewige Rente eintrete, weil dies eine Vermischung von Ertragswert und Substanzwert bedeute. Bei Aktienrückkäufen würden keine persönlichen Ertragssteuern anfallen; daher sei fraglich, inwieweit die Thesaurierung berücksichtigt werden müsse. Die Notwendigkeit einer Thesaurierung müsse angesichts eines nachhaltigen Wachstums von 0,9 % infrage gestellt werden.

- (3) Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe in all seinen Komponenten der Korrektur zugunsten der Minderheitsaktionäre.

- (a) Der Basiszinssatz sei mit 2,25 % vor Steuern zu hoch angesetzt, weil dieser Wert zum Stichtag der Hauptversammlung nicht für Wiederanlagen zur Verfügung stehe. Auch müsse der



Basiszinssatz unter Zugrundelegung der durchschnittlichen Laufzeit der Kreditverbindlichkeiten der W.E.T. AG von zwei bis vier Jahren ermittelt werden. Die Notwendigkeit des Absinkens resultiere zudem aus der Insolvenzgefahr auch der öffentlichen Hand; dies zeige sich beispielsweise an der Existenz von Credit Default Swaps auch für deutsche Bundesanleihen.

- (b) Ebenso müsse der Risikozuschlag reduziert werden, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als hierfür jedenfalls ungeeignet dar. Keinesfalls könne die auf Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 % bis 6 % angesiedelte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sachgerecht sein; das niedrigere Niveau des Basiszinssatzes rechtfertige diesen Ansatz nicht. Nicht sachgerecht sei auch die arithmetische Mittelwertbildung; maßgeblich sei vielmehr das geometrische Mittel. Die angesetzte Marktrisikoprämie berücksichtige auch nicht die Minderung des Risikos durch hohe Rückstellungen. Das unternehmensspezifische Risiko der W.E.T. AG müsse durch das Heranziehen ihres originären Beta-Faktors abgebildet werden und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group. Zudem lasse der Beta-Faktor die Besonderheit der Existenz eines Großaktionärs außer Betracht, der das Risiko der W.E.T. AG deutlich absenke.
- (c) Der Wachstumsabschlag müsse erhöht werden, weil er zu wenig die Positionierung der W.E.T. AG in oligopolistischen Märkten berücksichtige mit der dadurch bedingten Möglichkeit zur Weitergabe inflationärer Kostensteigerungen. Dieser Ansatz lasse auch eine Studie zum Gewinnwachstum deutscher Unternehmen unberücksichtigt, das über dem hier angesetzten Wachstumsabschlag liege. Auch dürfe der Wachstumsabschlag



nicht unterhalb der Rendite der Thesaurierungsquote liegen. Gerade der prognostizierte PKW-Absatz in Indien und Asien mit hohen Zuwachsraten stehe in Widerspruch zu dem niedrigen Wachstumsabschlag.

- (4) Bei den Sonderwerten sei der angesetzte Steuervorteil aus dem kanadischen SR&ED-Programm nicht nachvollziehbar abgeleitet. Fraglich sei, ob es nicht auch weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen gebe. Nicht gefolgt werden könne der Bewertung hinsichtlich der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien in Odelzhausen sowie in Ungarn mit einem um mehr als 18 % unterhalb der Anschaffungs- und Herstellungskosten liegenden Betrag. Die Liquiditätsbestände in Höhe von € 9 Mio. und sonstige kurzfristige Vermögenswerte wie namentlich Steuererstattungsansprüche in Höhe von € 5,8 Mio. hätten überwiegend als nicht betriebsnotwendig eingestuft werden müssen. Die Auflösung von Gewinn- und Kapitalrückstellungen hätte gleichfalls als Sonderwert berücksichtigt werden müssen. Fehlerhaft erfolgt sei der Ansatz eines Sonderwerts im Zusammenhang mit der Auflösung von mit der UniCredit Bank AG geschlossenen Währungsswaps und einen in diesem Zusammenhang geführten Rechtsstreit der Gesellschaft mit dieser Bank. Ebenso hätte der Wert der Marke „W.E.T.“ als Sonderwert berücksichtigt werden müssen.
- b. Über den Börsenwert ergebe sich eine höhere Barabfindung, weil der Börsenkurs der Aktie zuletzt deutlich oberhalb der angebotenen Barabfindung gelegen habe. Weiterhin müsse der offenbar oberhalb der Barabfindung liegende Preis ermittelt werden, zu dem die Antragsgegnerin die letzte Aktie der W.E.T. AG gekauft habe. Die nur überschlägig erfolgte Ermittlung des Liquidationswertes stelle sich als unzureichend dar.



3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die über den Ertragswert ermittelte Barabfindung angemessen sei und sich ein höherer Wert aus anderen Gründen nicht ableiten lasse.
 - a. Die Ermittlung der zu kapitalisierenden Überschüsse auf der Grundlage der plausiblen Planannahmen der Gesellschaft sei zutreffend erfolgt.
 - (1) Die Vergangenheitsanalyse von baue auf geprüften und mit uneingeschränkten Bestätigungsvermerken versehenen Konzernabschlüssen auf, die dann um einmalige oder außerordentliche Effekte bereinigt worden seien, wobei die im einzelnen genannten Anpassungen nötig gewesen seien, um Sondereffekte vor allem des Geschäftsjahres 2010 zu eliminieren. Die Abweichungen der Ist-Ergebnisse gegenüber historischen Prognosen hätten ihre Ursache in nicht oder nur sehr eingeschränkt absehbaren wirtschaftlichen Entwicklungen bei den für die Automobilindustrie wesentlichen Rohölpreisen und am Automobilmarkt in den USA. Die Planung sei weder anlässlich des Squeeze out noch auf Weisung der Antragsgegnerin erstellt worden, sondern beruhe auf der vom Aufsichtsrat der W.E.T. AG am 27.11.2015 verabschiedeten Planung für die Jahre 2013 bis 2015, die der Vorstand für die Unternehmensbewertung im Rahmen des Squeeze out aktualisiert und um das Jahr 2016 erweitert habe; dies sei dann vom Aufsichtsrat am 4.6.2013 verabschiedet worden. Die Länge des Detailplanungszeitraums entspreche den sachgerechten Festlegungen des IDW S1; eine Verlängerung hätte den Planungsprozess der Gesellschaft erheblich erschwert.
 - (2) Die der Bewertung zugrunde gelegten Planzahlen und -annahmen seien durchweg plausibel.
 - (a) Dies gelte zunächst für die Entwicklung der Umsätze und des Umsatzwachstums. Die Entwicklung bis 2015 stütze sich auf eine geringere Beeinflussung der W.E.T. Group von Überkapa-



zitäten angesichts der Positionierung vor allem im Premiumsegment. Zuschüsse von Förderprogrammen seien sachgerecht verarbeitet, wobei diese für die W.E.T. AG keine große Bedeutung hätten. Gerade bei Klimasitzen gehe der Trend zum Ausbau der Kompetenzen bei den OEM, deren Verhandlungsmacht zudem die der Zulieferer deutlich übersteige, was sich auch an den Vereinbarungen in den Verträgen mit späteren Preissenkungen zeige. In Europa erwarte die W.E.T. AG überdurchschnittliche Wachstumsraten – ausgenommen das Geschäftsjahr 2016. Die Gesellschaft könne nicht als Hidden Champion bezeichnet werden; ihre Technologie sei leicht verfügbar und die Gesellschaft selbst als Zulieferer daher leicht austauschbar, was sich auch am zunehmenden Auftritt von Wettbewerbern in Asien und dem Wiedereintritt von Wettbewerbern in Nordamerika zeige. Das im Vergleich zum Vorjahr geringere EBIT im Jahr 2013 resultiere aus dem externen Bezug der PTC-Technologie im Segment Nordamerika, weshalb für die folgenden Jahre auch wieder ein erheblich höheres EBIT erwartet werde.

- (b) Die Kostenplanung stelle sich als sachgerecht dar. Dies gelte vor allem für die Materialkostenquote, deren Steigerung nachvollziehbare Ursachen wie die Verschiebung des Produktmix zu materialintensiveren Produktkategorien „Klimasitze“ und „Autokabeltechnik“ und weg von den Sitzheizungen, wie die Möglichkeit der Weitergabe von Preissteigerungen nur bei der Autokabeltechnik und der in Amerika nachgefragten Materialkosten intensiven PTC-Technologie hätten. Eine (Über-)Kompensation lasse sich nicht durch zunehmende Fixkostendegressionseffekte erreichen. Die Produktionskostenquote werde trotz erwarteter erheblicher Lohnerhöhungen fallen, was sich auch mit dem neuen Produktionsstandort in Indonesien oder Vietnam begründen lasse. Die Steigerung der Verwaltungskosten gehe



einher mit dem in der Planung höher angesetzten Umsatzniveau, wobei aber das Verhältnis der Vertriebskosten zu den Umsatzerlösen sinke. Eine Zielquote von 7 % der Umsatzerlöse bei den Aufwendungen für Forschung und Entwicklung werde für notwendig erachtet, um die künftige Wettbewerbsfähigkeit der Gesellschaft sicherzustellen.

- (c) Zu keiner Korrektur müsse es beim Ansatz des EBIT kommen. Dessen Anstieg in den Jahren 2010 bis 2012 beruhe auf der unerwartet starken Erholung der Automobilindustrie vor allem ab der zweiten Jahreshälfte 2011, könne aber nicht fortgeführt werden. Die Planungsrechnung lege ein stärkeres Wachstum als das des Gesamtmarkts zugrunde – lediglich bei dem Segment Europa werde für 2016 wegen des absehbaren Verlusts von Programmen großer europäischer Automobilhersteller ein Wachstum unterhalb des Marktwachstums angesetzt.

Das Halbjahresergebnis 2013 dürfe nicht auf das gesamte Jahr hochgerechnet werden, um für das gesamte Jahr das Ergebnis vor Steuern zu ermitteln. Ein Gleichsetzen der beiden Halbjahre sei nicht gerechtfertigt. Zudem liege das Ergebnis für 2013 nach den erforderlichen Plananpassungen ohnehin oberhalb des Ergebnisses des Vorjahres.

- (d) Das Finanzergebnis sei sachgerecht aus der Finanzbedarfsrechnung abgeleitet, wobei die W.E.T.-Group ihre Finanzschulden bei gleichzeitiger Sicherstellung der Finanzierung von Investitionen und eines betriebsnotwendigen Bestandes an liquiden Mitteln in Höhe von € 8 Mio. zurückfahren werde. Darüber hinaus werde eine Ausschüttung von 40 % bis 70 % des Jahresüberschusses auf der Basis einer notwendigen Typisierung anhand von Kapitalmarktdaten angesetzt. Die Soll-Zinssätze seien mit 3,4 % bis 4,5 % berechnet worden, was sich mit den



realen Finanzierungskonditionen decke; für die Nachhaltigkeit sei der Zinssatz des letzten Planjahres von 4,5 % angesetzt worden. Die betriebsnotwendige Liquidität sei mit einem Zinssatz von 0,5 % verzinst worden.

- (e) Die in der Ewigen Rente angesetzte nachhaltige EBIT-Marge von 8 % liege bereits deutlich über dem Wert der Wettbewerber und lasse auch nicht den Rückschluss auf einen Einbruch zu. Aufgrund der Zyklizität des PKW-Marktes und des zunehmenden Wettbewerbs dürfe allerdings zur Bestimmung eines nachhaltigen EBIT-Niveaus nicht die hohe EBIT-Marge des Jahres 2016 fortgeschrieben werden. Die hohe Marge der Vergangenheit könne aufgrund bereits zum Bewertungsstichtag nicht mehr bestehender Sondereffekte der Automobilkrise in den USA im Jahr 2010 und einer auf Dauer nicht haltbaren starken Position in Asien nicht mehr erreicht werden.
- (f) Sachgerecht erfolgt seien die Ansätze zur Thesaurierung und Ausschüttung anhand durchschnittlicher Ausschüttungsquoten am Kapitalmarkt mit Werten zwischen 40 und 70 %. Nur zu Beginn der Phase I liege die Ausschüttungsquote wegen des Bedarfs des Überschusses für Investitionen und wegen des Unterschreitens der betriebsnotwendigen Liquidität die Ausschüttungsquote niedriger. Die Reduktion der Nettofinanzschulden wirke sich sinkend auf den verschuldeten Beta-Faktor aus, wobei allerdings der Verschuldungsgrad der Gesellschaft aufgrund des hohen Marktwertes des Eigenkapitals bereits im Jahr 2013 nahe „null“ liege. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % in der Ewigen Rente stelle sich als sachgerecht dar.

Die Besteuerung thesaurierter Gewinne könne angesichts der Notwendigkeit einer typisierenden Betrachtung unter Berücksichtigung der Abgeltungssteuer mit einem Steuersatz von



13,19 % nicht infrage gestellt werden. Ebenso wenig müsse der Diskontierungszeitpunkt korrigiert werden, weil die künftigen Nettoausschüttungen Zinserträge in Höhe von 0,5 % erbrächten und die Dividende erst mit dem Beschluss der Hauptversammlung über die Gewinnverwendung zur Verfügung stünde.

- (3) Der Kapitalisierungszinssatz müsse nicht zugunsten der Minderheitsaktionäre reduziert werden angesichts seiner zutreffenden Ableitung in allen drei Elementen.
- (a) Der mittels einer Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ermittelte Basiszinssatz dürfe einheitlich über den gesamten Planungszeitraum festgelegt werden; ein periodenspezifischer Ansatz müsse nicht erfolgen. Ebenso wenig könne eine Reduktion wegen des Bestehens von Credit Default Swaps verlangt werden.
- (b) Der Ansatz eines Risikozuschlags rechtfertige sich aus dem mit der Anlage von Kapital in einem Unternehmen stets verbundenen höheren Risiko im Vergleich zu der Anlage in einer (quasi-)sicheren Bundesanleihe. Das angewandte (Tax-)CAPM eigne sich auch in einem Squeeze out-Fall zur Ermittlung des Risikozuschlags. Die gestiegene Marktrisikoprämie beruhe auf der gestiegenen Unsicherheit an den Kapitalmärkten und den damit einhergehenden Risiken auf der Basis von Volatilitätskennzahlen. Nicht beanstandet werden könne der Ansatz des arithmetischen Mittels, weil dieses im Vergleich zum geometrischen Mittel der bessere Schätzer sei. Der unternehmenseigene Beta-Faktor bilde das individuelle operative Risiko der Gesellschaft angesichts verzerrter Aktienrenditen und einer deutlich höheren Geld-Brief-Spanne sowie einer hohen Zahl von Handelstagen ohne Aktienhandel mit W.E.T.-Aktien nicht sachgerecht ab. Die aus letztlich sechs Unternehmen gebildete Peer Group sei gut



geeignet; die Einbeziehung auch ausländischer Unternehmen könne nicht beanstandet werden, zumal diese in den USA oder Asien und damit in Märkten der W.E.T. AG beheimatet seien. Die Ableitung aus Daten über einen fünfjährigen Zeitraum, wie er teilweise verlangt werde, führe zu höheren Kapitalkosten und damit einem reduzierten Unternehmenswert.

- (c) Der Wachstumsabschlag müsse als sachgerecht ermittelt bezeichnet werden. Dieser müsse nicht mit der allgemeinen Preissteigerungsrate korrespondieren, weil diese nicht allein maßgeblich sein könne für dessen Ermittlung. Zentral sei vielmehr eine branchentypische und effektive Kostensteigerungsrate. Mit diesem Ansatz komme es entgegen der Meinung einiger Antragsteller auch nicht zu einem realen Schrumpfen des Unternehmens, weil in der Ewigen Rente bereits das thesaurierungsbedingte Wachstum dafür Sorge, dass ein signifikant höheres Wachstum und gerade kein Schrumpfen eintreten werde. Es gebe dabei auch keinen Widerspruch zu Marktentwicklungen in Indien und China, weil die entsprechenden Studien nur zeitlich begrenzte Zeiträume in der Zukunft umfassten, während der Terminal Value weit darüber hinaus abgeleitet werde; zudem seien diese Wachstumsraten nicht auf die nur 1/3 ihres Umsatzes in Asien erwirtschaftende W.E.T.-Group übertragbar. Es bestehe auch kein Zusammenhang zwischen den Aufwendungen für Forschung und Entwicklung und dem Umsatzwachstum, das vor allem von Marktentwicklungen beeinflusst werde. Die Adjustierung des Wachstumsabschlags um die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung stelle die Steueräquivalenz der Ausschüttungen des Bewertungsobjekts und der Alternativanlage aus der fiktiven Zurechnung sicher.
- (4) Das nicht betriebsnotwendige Vermögen einschließlich bestehender Sonderwerte sei entsprechend dem funktionellen Abgrenzungskrite-



rium zwischen betriebsnotwendigem und nicht betriebsnotwendigem Vermögen ermittelt worden. Der Wert des SR&ED bestimme sich nach den ansatzfähigen qualifizierten Aufwendungen, von denen die Gesellschaft 75 % steuerlich in Abzug bringen dürfe. Der Sonderwert aus dem Währungsswap sei durch die Gegenüberstellung zweier Szenarien mit einer Obsiegs Wahrscheinlichkeit der W.E.T. AG in dem Rechtsstreit mit der UniCredit Bank AG von 65 % zutreffend ermittelt worden. Die Immobilien seien unter Fortführung des Werts zum Bilanzstichtag bis zum Tag der Hauptversammlung fortgeschrieben worden; eine Verminderung der höheren Anschaffungskosten im Zeitlauf sei nichts Außergewöhnliches. Die bei der Gesellschaft vorhandene Liquidität sei in Höhe von € 8 Mio. betriebsnotwendig; ein darüber hinausgehender Betrag fließe den Anteilseignern in Form fiktiver Zurechnung zu. Die Auflösung eines Teils der Kapital- und Gewinnrücklagen müsse nicht als Sonderwert angesetzt werden; die Gesellschaft plane keine Kapitalherabsetzung, die zudem bei gleichem Kapitalbedarf zu einem höheren Verschuldungsgrad mit höheren Zinsen und einem höheren Eigenkapitalkostenansatz führe. Der Wert der Marke „W.E.T.“ finde seinen Niederschlag in den Planungen über die künftige Geschäftsentwicklung.

- b. Der überschlägig ermittelte Liquidationswert betrage weniger als 20 % des Ertragswerts, weshalb davon ausgegangen werden müsse, eine detailliertere Ermittlung werden den Ertragswert nicht übersteigen. Der Barwert der Ausgleichszahlung liege mit € 50,52 unter dem Ertragswert, was auch für den umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs in den drei Monaten vor Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines Squeeze out angesichts eines Wertes von € 82,94 gelte. Die Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen bei der Bemessung der angemessenen Barabfindung sehe § 327 b AktG nicht vor.



4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 14.5.2015 (Bl. 128 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag hat der Vorsitzende die Bekanntmachung der Bestellung des gemeinsamen Vertreters im Bundesanzeiger veranlasst (Bl. 129 d.A.). Der gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie die Höhe des zum Bewertungsstichtag nicht zu erzielenden Basiszinssatzes, der zudem fristenadäquat und nicht einheitlich anzusetzen sei. Das Wachstumspotenzial der W.E.T. AG hänge nicht vom Heimatmarkt ab, weshalb der Wachstumsabschlag erhöht werden müsse.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 5.3.2015 und vom 9.7.2015 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer
und
- mündlich angehört. Ferner hat das Gericht mit Beschlüssen vom 5.3.2015 (Bl. 249 d.A.) und vom 9.7.2015 (Bl. 306 d.A.) die Abfindungsprüfer gebeten, in ergänzenden schriftlichen Stellungnahmen zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung Stellung zu nehmen sowie Alternativberechnungen mit geänderten Kapitalisierungszinssätzen durchzuführen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 5.3.2015 (Bl. 217/249 d.A.) und vom 9.7.2015 (Bl. 279/308 d.A.) sowie die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachte ergänzende Stellungnahme vom 12.5.2015 (Bl. 261/275 d.A.) und die ebenfalls allen Beteiligten zugestellte ergänzende Stellungnahme vom 21.8.2015 (Bl. 313/343 d.A.).
5. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 5.3.2015 (Bl. 217/249 d.A.) und vom 9.7.2015 (Bl. 313/343 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet; diese war auf € 95,53 je Stückaktie festzusetzen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig, weil sie den Anforderungen des Spruchverfahrensgesetzes entsprechen.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie zum Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister am 30.10.2013 Aktionäre der W.E.T. AG waren. Die Antragsgegnerin hat den jeweils rechtzeitigen Vortrag der Antragsteller, mit dem diese ihre Antragsberechtigung dargelegt haben, nach der – ebenfalls rechtzeitig erfolgten – Vorlage entsprechender Bankbescheinigungen nicht oder jedenfalls nicht mehr bestritten bzw. unstreitig gestellt, weshalb der entsprechende Vortrag aller Antragsteller gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.
2. Die Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I als örtlich zuständigem Gericht eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab der Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 6.11.2013 erfolgte; demgemäß endete die Frist am 6.2.2014. An diesem Tag gingen die Anträge der Antragsteller spätestens zumindest per Telefax und damit fristwahrend beim Landgericht München I ein.



3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/13, S. 34 ff.; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind auch begründet, weil diese € 95,53 je Aktie beträgt und demzufolge eine Erhöhung des von der Hauptversammlung vom 28.08.2013 beschlossenen Betrages von € 90,05 zu erfolgen hat; die Verzinsung in Höhe von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz war ab dem 7.11.2013 auszusprechen.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu



dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge aller-



dings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18684/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der W.E.T. AG keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen die der Planung zugrunde gelegen haben und die von den Abfindungsprüfern entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag untersucht wurden.
 - (a) Aus der vorgenommenen Vergangenheitsanalyse lässt sich kein Grund für eine unsystematische Vorgehensweise bei der Planung ableiten, die zur Folge haben könnte, dass bereits deshalb die angenommenen Planzahlen für die Detailplanungsphase als unplausibel einzustufen wären und deshalb



keinen Bestand haben könnten. Die Vergangenheitsanalyse dient vor allem dem Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognose hinreichend zuverlässig ist. Die Abfindungsprüfer und erläuterten im Termin vom 5.3.2015, warum allein aus dem Überschreiten der Planzahlen in zumindest Teilen der Jahre 2010 bis 2012 eine Ungeeignetheit der Planungssystematik nicht abgeleitet werden kann, auch wenn beim Umsatz im Jahr 2011 im Vergleich zur Planung ein um 14,2 % besseres Ist-Ergebnis und im Jahr 2012 ein Überschreiten der Planzahlen um 21,2 % festzustellen war. Das Jahr 2011 hatte eine unerwartet gute Entwicklung in Asien mit einem Schwerpunkt im Chinageschäft und in einer höheren Nachfrage nach Premiumfahrzeugen in Europa. Im Jahr 2012 lagen die Ursachen in einer weiterhin positiven Marktentwicklung bei Premiumfahrzeugen in China sowie einer wider Erwarten hohen Nachfrage nach Premiumautos in den USA mit der Folge anderer und besserer Ausstattungsmerkmale, wobei bei der Entwicklung in den Vereinigten Staaten von Amerika positive Währungseffekte in sehr viel stärkerem Maße noch als 2011 auftraten. Die Umsatzentwicklung namentlich in den USA war so nicht vorherzusehen. Die Gesellschaft profitierte nämlich ganz wesentlich von einer zeitweisen Monopolstellung als einziger Anbieter vor allem von Sitzheizungen. In den Jahren 2011 und 2012 fielen dort die beiden großen Hersteller General Motors und Chrysler unter Chapter 11, weshalb sich andere Wettbewerber zurückzogen, wovon die Gesellschaft deutlich profitiert hat.

Aber auch das deutlich bessere Ist-Ergebnis beim EBIT in diesen Jahren rechtfertigt nicht den Rückschluss auf eine untaugliche Planungsgrundlage. Maßgebend für das insgesamt um 17,3 % über dem Planansatz liegende tatsächliche EBIT des Jahres 2011 und des um 77,5 % höheren EBIT im Jahr 2012



waren vor allem erhebliche Währungskursgewinne im Zusammenhang mit dem Produktionsstandort in der Ukraine; auch führte der höhere Umsatz zu Fixkostendegressionseffekten. Wesentlich für die Planabweichung war vor allem aber auch der Bereich „Sonstiges“ mit einem Plus von 59 %, das indes auf Effekten beruhte, die gerade nichts mit dem operativen Bereich zu tun haben. Ein gegenläufiger Effekt in Asien beruhte auf nicht geplanten Lohnerhöhungen in China und dem Erfordernis von mehr Personal. Im Jahr 2012 lag das EBIT in den Vereinigten Staaten von Amerika zwar um 70,5 % über dem Plan, wofür vor allem Fixkostendegressionseffekte aufgrund des höheren Umsatzes verantwortlich zeichneten und im Bereich „Sonstiges“ die Zuschreibung einer Tochtergesellschaft mit einem Plus von € 13 Mio. oder über 100 % als Ursache anzusehen sind.

Im Zusammenhang mit der Problematik des Ausgleichs von Währungsschwankungen unter Einsatz eines Hedging wies darauf hin, dass für die Planung ein bestimmtes Budget festgelegt sei und die Notwendigkeit eines Hedging ad hoc entschieden werde. Zudem muss gerade in den USA gesehen werden, dass sich dort Währungseffekte zumindest teilweise neutralisieren, weil dort ge- und verkauft wird. In der Ukraine mussten deutlich weniger Euros eingesetzt werden, um die dortigen Mitarbeiter in ihrer nationalen Währung zu bezahlen. Die Planerwartungen des Vorstandes hinsichtlich der Entwicklung der Währungskurse stimmen mit denen der Kapitalmarktteilnehmer überein, was die Abfindungsprüfer mit Hilfe einer Datenbank von Bloomberg abgeglichen haben. Zudem wiesen sie darauf hin, dass die ihnen bekannten Hedging-Zeiträume maximal ein Jahr betragen. Angesichts dessen kann auch daraus nicht auf die mangelnde Plausibilität und eine unzureichende Planungssystematik geschlossen werden.



- (b) Die Tauglichkeit der Planungssystematik der W.E.T. erhellt sich aber vor allem aus einem Vergleich des im Rahmen der Aktualitätsprüfung vorgelegten Forecast für das zweite Quartal des Jahres 2013 in Relation zu den Werten des ersten Quartals, die bei der Prüfung bereits vorlagen. Bei den Umsatzzahlen sah der Forecast Q1/2013 einen Betrag von € 90 Mio. vor, während tatsächlich € 89 Mio. realisiert wurden; beim EBIT ging die Planung für das erste Quartal von einem Wert von € 8,4 Mio. aus, während tatsächlich ein Betrag von € 8,5 Mio. erzielt wurde. Die Gründe für die abweichende Entwicklung lagen vor allem in Asien, wo aufgrund geringerer Nachfrage ein um 18,3 % niedriger Umsatz zu verzeichnen war, während in Europa die Bereiche Autokabeltechnik und Sitzheizungen relativ gut liefen und zu einem Plus von 5,1 % beim Umsatz führten. Die Gründe hierfür sind in einer besseren Materialeffizienz zu sehen, nachdem ein wichtiges Programm an einen Wettbewerber verloren ging. Gegenüber der Planung ging die EBIT-Marge um 59 % gegenüber den Planannahmen für Q1/2013 zurück, weil Asien mit Anlaufverlusten für neue Aufträge behaftet war. Gerade daraus kann dann aber nicht ein dauerhafter Rückgang angenommen werden, weil Anlaufverluste im Laufe der Zeit ausgeglichen werden. Insgesamt war die Abweichung in der Summe der gegenläufigen Effekte gering; angesichts dessen kann von einer tauglichen Planungsgrundlage ausgegangen werden.

In der Gesamtbetrachtung des ersten Halbjahres 2013 blieb der Umsatz um 4 % hinter den Planannahmen zurück, was angesichts der jeder Prognose anhaftenden Unsicherheit eine relativ geringfügige Abweichung darstellt. Das Ergebnis blieb um € 2,6 Mio. hinter den Planannahmen zurück, was zur Hälfte durch einen Sondereffekt bei Personalaufwendungen in Form von Abfindungszahlungen zu erklären ist.



Insgesamt zeigt aber gerade der Vergleich der Planzahlen mit den bereits für das Jahr 2013 vorliegenden Ist-Zahlungen, dass sich die Abweichungen insgesamt in einem sehr moderaten Rahmen bewegten und gerade das Ergebnis für das erste Halbjahr von einmaligen Ereignissen geprägt waren, so dass die Systematik der Planung dadurch nicht infrage gestellt werden kann und auch eine Hochrechnung des ersten Halbjahres auf das gesamte Geschäftsjahr nicht erfolgen konnte.

- (c) Weiterhin kann nicht davon ausgegangen werden, die Vergangenheitsanalyse gebe Trends falsch wieder. Die im Bewertungsgutachten von [redacted] dargestellten Bereinigungen um Einmaleffekte mussten nach den Erkenntnissen von [redacted] und [redacted] vorgenommen werden, um eine sachgerechte Grundlage für die Planung zu erlangen. Dies gilt insbesondere auch für die Eliminierung des Ertrags aus Wertaufholung der Kundenbeziehung in Höhe von € 20 Mio. im Jahr 2010, die ebenso auf einem außergewöhnlichen Einmaleffekt beruhte wie in der Vergangenheit vorgenommenen Abwertungen aus Kundenbeziehungen. Eine Anpassung des operativen EBIT im Jahr 2010 insbesondere auch um einen Betrag von € 4 Mio. wegen der Auflösung von Rückstellungen konnten die Prüfer nicht bestätigen. Im Jahr 2012 indes kam es zu einer Auflösung einer Gewährleistungsrückstellung in einem Umfang von € 4 Mio., die ausweislich der von den Prüfern nicht beanstandeten Erkenntnisse im Bewertungsgutachten von [redacted] aufgrund von Prozessverbesserungsmaßnahmen bei der Entwicklung und Produktion sowie aufgrund von allgemeinen Qualitätssteigerungen vorgenommen werden konnte.
- (d) Die Abfindungsprüfer fanden nach ihren Angaben im Termin vom 5.3.2015 keinerlei Anhaltspunkte für eine Einflussnahme der herrschenden Gesellschaft auf die Planannahmen der



W.E.T. AG für den Zeitraum der Detailplanungsphase. Die Planannahmen für die Jahre 2013 bis 2015 datierten vom Herbst 2012 und entsprachen dem bei der Gesellschaft üblichen dreijährigen Planungszeitraum. Im Zuge der Aktualisierung der Planung nahm der Vorstand dann die Ergänzung um das Jahr 2016 vor, was sich aus dem Umstand ergab, dass das in der Ausgangsplanung enthaltene Jahr 2013 zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 28.8.2013 bereits zu nahezu 2/3 abgelaufen war. Diese geänderte Planung wurde dann vom Aufsichtsrat am 4.6.2013 nochmals bestätigt. Die Plananpassungen erfolgten in allen Bereichen unter Beachtung der zu diesem Zeitpunkt aktuellen Auftragslage, wobei gewonnene und verlorene Aufträge antizipiert wurden. Dabei kam es zu einer Erhöhung der Umsatzzahlen für die Jahre 2013 und 2014, während der Umsatz für das Geschäftsjahr 2015 rückläufig angesetzt wurde. Das EBIT wurde in allen Jahren reduziert. Die von den Abfindungsprüfern vorgenommenen Analysen der neuen Planzahlen zeigten dabei, dass die Gesellschaft spezifisch für ihre Aufträge plant.

Allerdings handelt es sich bei den Abfragen der OEM nach Sitzheizungen um einen ständigen Vertriebsprozess, bei dem Aufträge gewonnen, aber auch verloren werden. Aufbauend auf diesen Erkenntnissen auch aus der Vergangenheit wurde dieser Umstand in der Planung angemessen berücksichtigt. Dabei muss gesehen werden, dass die großen Automobilhersteller nicht in starke Abhängigkeit von einem einzigen Zulieferer geraten wollen und daher ein „Exklusivstatus“ kein dauerhafter Zustand sein kann. Eine dauerhafte Beauftragung kann realistischweise nicht unterstellt werden, weil es bei den Automobilherstellern einen ständigen Wechsel von Baureihen gibt, die dann auch immer wieder neu an die Zulieferer vergeben werden. Zudem gibt es OEM, die von der W.E.T. AG überhaupt



nicht beliefert werden. Langfristige Verträge prägen das Geschäft gerade nicht; auch wenn für eine bestimmte Baureihe ein Auftrag gewonnen wurde, bedeutet dies für die Gesellschaft keine Sicherheit dahingehend, die Sitzheizungen zwingend auch bis zum Auslaufen der Baureihe produzieren zu können.

Bei den Planansätzen für das Jahr 2013 ist es folglich als durchaus plausibel zu bezeichnen, wenn die Gesellschaft davon ausgeht, dass – worauf von der Bewertungsgutachterin hingewiesen hat – die Situation in den USA in den Jahren der Vergangenheitsanalyse ein Glücksfall war, der so nicht aufrechterhalten werden könne, weshalb im Jahr 2013 die Rückkehr von Wettbewerbern eingepreist wurde. Andererseits gewann die W.E.T. AG nach dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin einen Status als Exklusivlieferant für Hyundai und KIA, wobei allerdings auch hier anzunehmen ist, dass diese Hersteller einen zweiten Zulieferer sehen werden, weshalb im Jahr 2013 das Umsatzwachstum mit 14 % im Vergleich zu den Jahren 2011 und 2012 nicht mehr so stark ansteigen wird.

- (e) Die Länge der Detailplanungsphase mit vier Jahren muss nicht korrigiert werden. Es kann nämlich nicht davon ausgegangen werden, diese sei zu kurz bemessen. Die Zeitspanne von vier Jahren entspricht einer üblichen Dauer und ist dabei – wie der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt ist – im mittleren Bereich des üblichen Rahmens von drei bis fünf Jahren angesiedelt. Die Frage, für welchen Zeitraum eine Unternehmensplanung erstellt wird, stellt sich als eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes dar, die insbesondere auch nicht dem Einfluss des Vertragsprüfers unterliegt und auch vom Gericht nur eingeschränkt überprüft werden kann.



Bei der Länge der Detailplanungsphase, die der Vorstand festlegt, ist zu berücksichtigen, dass die Prognosegenauigkeit im Zeitablauf naturgemäß immer weiter abnimmt und folglich mit einer längeren Detailplanungsphase kein Erkenntnisgewinn erwartet werden könnte.

- (2) Die Umsatzplanung für den Zeitraum der Jahre 2013 bis 2016 bedarf keiner Korrektur.
 - (a) Hinsichtlich der Plausibilität der Umsatzentwicklung im Jahr 2013 kann auf die obigen Erwägungen verwiesen werden.
 - (b) Die Annahme sinkender Zuwachsraten beim Umsatz vor allem im Vergleich des Jahres 2016 zum Vorjahr muss als plausibel bezeichnet werden.
 - (aa) Die Abfindungsprüfer begründeten diese rückläufige Entwicklung unter Hinweis auf das absehbare Ende der relativ exklusiven Lage der Gesellschaft in den USA, wo jedenfalls bereits ab dem Jahr 2015 mit einem zunehmenden und sich damit verschärfenden Wettbewerb zu rechnen ist, weil Wettbewerber, die im Zuge der Krise der Jahre 2011 und 2012 mit dem Unterstellen zweier großer US-amerikanischer Hersteller unter Chapter 11 aus dem Markt ausgeschieden sind, wieder in den Markt zurückkehren. Gerade deshalb muss damit gerechnet werden, dass künftige Verträge auch an diese Wettbewerber vergeben werden. Dies wird zu einem Abflachen des Wachstums vor allem in Nordamerika führen. Gerade der Wettbewerber I.G. Bauherin GmbH möchte sich wieder auf dem nordamerikanischen Markt positionieren. Zudem wird die Exklusivbindung mit Hyundai und KIA nachvollziehbar auf Dauer nicht gehalten werden können, nachdem bereits



zum Stichtag der Hauptversammlung nach den vom Vorstand und den Vertriebsmitarbeitern den Abfindungsprüfern vermittelten Erkenntnissen absehbar war, dass in Asien und dabei speziell in China, wo die Gesellschaft zunächst den Vorteil hatte, als erster Wettbewerber am Markt aufgetreten zu sein, lokale Anbieter ebenso wie europäische Anbieter in den Markt drängen und dort als Wettbewerber auftreten werden. Von diesen Wettbewerbern – insbesondere Panasonic, Kurawe, Quanjing und Golden Wing – ist nach den Ausführungen von

im Termin vom 5.3.2015 ein sehr preisintensiver Wettbewerb zu erwarten, wobei der Vorstand Preiskämpfe erwartet, um gegenüber der W.E.T. AG Marktanteile zu gewinnen. Dabei ist es für die Kammer nachvollziehbar, dass – gerade wenn zusätzlich noch ein neuer Wettbewerber mit Golden Wing auftritt – alle Unternehmen versuchen werden, neben der Qualität auch über den Preis in Asien Marktanteile zu gewinnen. Dann muss aber auch ein am dortigen Markt etablierter Teilnehmer wie die Gesellschaft mit niedrigeren Preisen kalkulieren, um sich gegenüber den konkurrierenden Unternehmen behaupten zu können. Angesichts dessen ist der prozentuale, nicht absolute Rückgang des Umsatzwachstums als plausibel zu bezeichnen.

- (bb) Allein aus der Tatsache, dass das Bewertungsgutachten auf positive allgemeine Wachstumsaussichten hingewiesen hat und die Automobilbranche vor allem in den Vereinigten Staaten von Amerika und in Asien – mithin auf durchaus zentralen Absatzmärkten der Gesellschaft – von einem Wachstum von durchschnittlich über 3 % p.a. auch nach 2014 ausgeht, lässt sich nicht auf die mangelnde Plausibilität der Planung schließen. Dies resultiert zum ei-



nen aus der Erwägung heraus, dass nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer der Vorstand keine Marktvolumina fortschreibt, sondern einzelne Projekte plant, die gewonnen und verloren werden. Dieser Ansatz ist stärker auf die Gesellschaft bezogen als der Ansatz über allgemeine Markterwartungen. Zum anderen werden der Gesamtmarkt und dessen Entwicklung auch von Klein- und Mittelklassefahrzeugen geprägt, während die W.E.T. AG vor allem den Premiummarkt beliefert, in dem die OEM Exklusivität vermeiden. Dann aber lässt sich die Plausibilität der Planannahmen nicht alleine deshalb verneinen, weil die angesetzten Wachstumsraten nicht exakt mit denen des Gesamtmarkts übereinstimmen. Nachdem die Gesellschaft ihren Schwerpunkt bei den Premiumfabrikaten und -produkten hat und der Vorstand Erwartungen für zu gewinnende Projekte plant, ist ein Abweichen von den Trends des Gesamtmarkts nachvollziehbar, zumal es für die Produkte der W.E.T. AG keine geschlossenen Marktstudien gibt, an denen die Planung gespiegelt werden könnte.

- (cc) Der Ansatz eines unterdurchschnittlichen Wachstums im Vergleich zur Automobilbranche in den Jahren 2015 und 2015 steht nicht im Widerspruch zum wachsenden Anteil der Zulieferer an der Wertschöpfungskette und einem begrenzten Preisdruck der Hersteller auf Zulieferer. Diese Effekte werden nämlich überlagert durch den erwarteten Verlust der exklusiven Zulieferung von Hyundai und KIA sowie der absehbaren Schwächung der sehr starken Position am amerikanischen Markt. Die Exklusivität der Verträge mit Hyundai und KIA bedeutet dabei nämlich nur, dass die W.E.T. AG aktuell der einzige Lieferant war; diese Verträge enthalten indes gerade keine Klausel



in dem Sinne, dass Aufträge von diesen beiden Herstellern nicht auch an andere Automotive-Anbieter vergeben werden dürften, worauf _____ als Vertreter der Bewertungsgutachterin im Termin vom 5.3.2015 ausdrücklich hingewiesen hat.

Der angenommene Rückgang des Umsatzes in den Jahren 2015 und vor allem in 2016 steht nicht in unauflösbarem Widerspruch zur Positionierung der Gesellschaft in den von Überkapazitäten vor allem in Europa nicht so stark betroffenen Premiumsegment. Die Abfindungsprüfer wiesen nämlich darauf hin, dass die W.E.T. AG in der Vergangenheit tatsächlich nicht so stark von der Entwicklung der Produktionszahlen betroffen war angesichts ihrer Stellung vor allem im Premiumsegment. Derartige Wachstumsraten werden indes vor allem in Europa nicht mehr zu erzielen sei, nachdem gerade in den europäischen Ländern dem Auto auch und gerade in diesem Segment nicht mehr die Bedeutung als Statussymbol zukommt und bei den Angehörigen der jüngeren Generation durchaus veränderte Nutzungserwartungen auch in Bezug auf das Auto zu beobachten sind. Zudem muss gesehen werden, dass die Gesellschaft im Bereich „Klimasitze“ tatsächlich auch konkrete Projekte mit Mercedes als einem der führenden Hersteller im Oberklassenbereich verloren hat. Zudem muss in der Planung weiterhin gesehen werden, dass die Gesellschaft zum Ende der Detailplanungsphase absehbar Folgeprojekte nicht mehr erhalten würde. Daraus resultiert dann für die Kammer nachvollziehbar und plausibel der Ansatz rückläufiger Umsatzzahlen.

Da die Gesellschaft konkrete Projekte plant, kann nicht die erwartete allgemeine Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts mit hohen Wachstumsraten vor allem in Nordameri-



ka und Asien als zu wenig berücksichtigt angesehen werden. Auch kann nicht davon ausgegangen werden, die Planung berücksichtige zu wenig die Dauer von Konjunkturzyklen, nachdem sich die Gesellschaft auf einem Wachstumspfad befindet, der auch in der Planung namentlich der Jahre 2013 und 2014 abgebildet ist, in denen die W.E.T. AG ein Gewinner des Aufschwungs der Automobilindustrie ist.

- (dd) Die Planansätze gewichten auch nicht zu stark die Risiken im Vergleich zu den Chancen. Es handelt sich bei dem zentralen Geschäftsfeld der W.E.T. AG um ein extrem ausschreibungsgetriebenes Geschäft, wobei sich im Falle der Planung eines neuen Modells durch einen der Automobilhersteller die Zulieferer, zu denen auch die Gesellschaft gehört, entsprechend bewerben können. Mit Blick auf die Wettbewerbssituation kann allerdings bei einer angemessenen Berücksichtigung von Chancen und Risiken in der Planung nicht außer Betracht bleiben, dass die W.E.T. AG angesichts des von Herstellern ausgeübten Drucks auf die Marge ihre Beteiligung an Ausschreibungen nicht immer aufrecht erhält, worauf

hingewiesen hat. An der Existenz eines entsprechenden Drucks auf die Preise und damit auch auf die erzielbare Marge hat die Kammer keinen Zweifel. Diese lässt sich aus den Geschäftsberichten der Gesellschaft ableiten. Wenn die Marge der W.E.T. AG dann höher liegt als bei einer Vielzahl der großen Automobilhersteller, so können diese in Kenntnis der Zahlen aus dem Geschäftsbericht entsprechenden Druck auf die Zulieferer wie die W.E.T. AG ausüben, die Preise zu senken, wodurch einerseits die Kosten der OEM sinken, andererseits aber auch die Erträge der W.E.T. AG als Zulieferer gesenkt



werden. Solange sich die Marge für einen Zulieferer noch in einem auskömmlichen Rahmen bewegt, wird ein Zulieferer auf den Druck der Automobilhersteller reagieren und bereit sein, die Verkaufspreise zu senken, um nicht den Auftrag insgesamt zu verlieren. Gerade in diesem Zusammenhang kann nicht außer Acht gelassen werden, dass nach den Ausführungen der Abfindungsprüfer bereits vor dem Stichtag der Hauptversammlung bekannt war, dass bei BMW als einem der großen Automobilhersteller insbesondere im Premiumsegment eigene Sitzheizungen von der dortigen Forschungs- und Entwicklungsabteilung entwickelt werden, was dann wiederum negative Auswirkungen auf den Umsatz und die EBIT-Marge eines Zulieferers wie der W.E.T. AG hat.

Die mangelnde Plausibilität der Planung resultiert auch nicht aus der Erwägung heraus, es müsse die zunehmende Bedeutung von Sitzheizungen und Klimasitzen auch unterhalb der Premiumklasse und in Asien stärker berücksichtigt werden. Auch in diesem Zusammenhang gilt der nachvollziehbare Ansatz des Vorstands, gerade in Asien müsse wegen der aufkommenden bzw. sich verstärkenden Konkurrenz einheimischer Hersteller mit Marktanteilsverlusten und Preiskämpfen jedenfalls am Ende der Phase I gerechnet werden.

Die Auswirkungen des Preisdrucks zeigen sich auch daran, dass die Gesellschaft bei zwei Ausschreibungen nicht mehr von Modellen nicht mehr willens war, diesen Preisdruck mitzumachen; diese Entscheidung der Gesellschaft muss als unternehmerische Entscheidung im Rahmen eines Spruchverfahrens hingenommen werden.



- (ee) Bestehende Verträge flossen angemessen in die Planung ein. Dies weist darauf hin, dass die bestehenden langfristigen Verträge Vereinbarungen enthalten, wonach die OEM für eine bestimmte Modellreihe eine bestimmte Stückzahl beispielsweise an Sitzheizungen abrufen können. Dann beträgt die Vorlaufzeit etwa zwei bis drei Monate, so dass die Gesellschaft innerhalb von drei Monaten die angeforderte Stückzahl an den Automobilhersteller liefern muss. Eine feste Abnahmeverpflichtung von bestimmten Mengen ist – entsprechend den Gepflogenheiten der Branche – in diesen Verträgen allerdings gerade nicht vereinbart. Weiterhin kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass seitens der Hersteller im Zeitablauf typischerweise Abschläge auf den Preis verlangt werden, selbst wenn die Kosten beim Zulieferer wie der Gesellschaft inflationsbedingt steigen. Demgemäß warten Zulieferer und damit auch die W.E.T. AG vielfach auf neue Modellreihen, weil dann die Preise neu verhandelt werden können, während bei aktuell zu beliefernden Modellreihen eine stabile EBIT-Marge nur über Kostenoptimierungen beim Zulieferer erreicht werden könne.

Angesichts des auch von den Abfindungsprüfern bestätigten Abruf-Verfahrens sind diese längerfristigen Vereinbarungen, bei denen es sich gerade nicht um feste Abnahmeverträge handelt, nicht geeignet, den Wettbewerbsdruck zu nehmen.

- (ff) Die Umsatzplanung berücksichtigt auch hinreichend die Entwicklung neuer Produkte wie beheizbare Cupholder oder beheizbare Sitze in Fußballstadien oder für Skilifte; auf der arabischen Halbinsel sind auch kühlbare Sitze für Stadien in der Planung. Auch wenn es in diesen Berei-



chen noch keine Marktdurchdringung gibt, sind in der Planung erwartete Umsätze aus diesen Projekten nach den bei der Prüfung gewonnenen Erkenntnissen der Abfindungsprüfer sehr wohl enthalten.

- (gg) Es kann nicht davon ausgegangen werden, die Umsatzplanung vernachlässige das Interesse der Automobilhersteller an zuverlässigen Zulieferern. Auch wenn dieses Interesse zweifelsohne zu bejahen ist, führt dies aber gerade dazu, dass die OEM Wert auf die Existenz mehrerer Zulieferer legen, um nicht in zu große Abhängigkeit von lediglich einem Unternehmen mit allen negativen Auswirkungen zu geraten, wenn es bei diesem – aus welchen Gründen auch immer – zu Stockungen in der Produktion kommt.
- (hh) Dem Rückgang der Zuwachsraten lässt sich nicht entgegenhalten, es gebe hohe Markteintrittsbarrieren auch regulatorischer Art, weshalb das Auftreten neuer Wettbewerber unwahrscheinlich sei. Die Abfindungsprüfer wiesen darauf hin, dass das Bestehen regulatorischer Vorgaben in einzelnen Ländern bei ihren Erörterungen mit den Verantwortlichen kein Thema gewesen sei. Der Vorstand der Gesellschaft sah vor allem keine Hindernisse technologischer und wirtschaftlicher Art, nachdem das erforderliche Kapital bei potenziellen Wettbewerbern vorhanden sei. Als wesentlich für den Markteintritt müsse deshalb vielmehr das Erfüllen der Qualitätsanforderungen der OEM angesehen werden. Dabei kann allerdings nicht davon ausgegangen werden, ein großer Hersteller könne es sich nicht leisten, auf gänzlich neue Zulieferer oder Zulieferer ohne Erfahrungen bislang für diesen OEM zurückzugreifen. Die großen Automobilhersteller eruierten nämlich im Vorfeld



stets, inwieweit die Zulieferunternehmen ihren Qualitätsanforderungen genügen oder nicht. Auch wenn der „Kontakt zum Kunden“ wichtig und ein nicht zu vernachlässigender Faktor ist, den gänzlich neu eintretende Wettbewerber so nicht aufweisen, kann allein daraus angesichts der sonstigen Entwicklungen am Markt eine unplausible Planung der Gesellschaft nicht angenommen werden.

Ebenso wenig vernachlässigen die Planannahmen, bei der Gesellschaft könnte es sich um einen sogenannten Hidden Champion und um einen Marktführer mit einem Alleinstellungsmerkmal und technologischer Führerschaft handeln. Dieser Annahme stehen nämlich die leichte Verfügbarkeit der Technik und damit die Austauschbarkeit der W.E.T. AG in der Zulieferkette entgegen.

- (ii) Weltweite Förderprogramme für umweltfreundliche Technologien mussten nicht stärker in die Planung einfließen, weil diese bei der Gesellschaft nahezu keine Rolle spielen. Die Antragsgegnerin hat in ihrer Erwiderung für die Kammer überzeugend darauf hingewiesen, dass der Einbau von Sitzheizungen oder Klimasitzen eher zu einem erhöhten Kraftstoffverbrauch führt und die Hersteller von Förderprogrammen umweltfreundlicher Technologien profitieren, nicht aber die W.E.T. AG als Zulieferer eines Produkts, das zwar den Komfort im Fahrzeug erhöht, aber hinsichtlich der Umweltfreundlichkeit eher kontraproduktiv ist.
- (jj) Aus den Aufwendungen für Forschung und Entwicklung kann ein höheres Umsatzwachstum als angenommen nicht zwingend abgeleitet werden. Die Aufwendungen der Gesellschaft in diesem Bereich fließen vor allem in die Op-



timierung bei der Entwicklung neuer Baureihen, mithin also in die Anpassung und Verbesserung für die Modelle, denen man zuarbeitet. Der Schwerpunkt dieser Aufwendungen liegt eben gerade nicht in der Grundlagenforschung, auch wenn es einzelne Projekte für die Zukunftsentwicklung gibt, die aber noch keine relevanten Umsatzfelder darstellen. Das Ziel der Aufwendungen im Bereich Forschung und Entwicklung besteht somit in erster Linie darin, die Kostenoptimierung voranzutreiben, um so die Forderungen der Hersteller nach Preisnachlässen kompensieren zu können.

Soweit der Halbjahresbericht 2013 auf eine Kostensteigerung in diesem Bereich in Höhe von € 2,2 Mio. hinweist, die vor allem auf der Neueinstellung von Mitarbeitern zur Entwicklung von Interieur-Heizungen beruhte, so ist dieser Ansatz deutlich in die Zukunft gerichtet, wenn irgendwann verstärkt elektrifizierte Autos auf dem Markt sein werden. Da aber insoweit die zeitlichen Dimensionen bis in das Jahr 2030 reichen, kann daraus kein verstärkter Umsatz im Verlauf der Detailplanungsphase abgeleitet werden. Dasselbe gilt für Kühl- oder heizbare Krankenbetten als Bereich, in dem ebenfalls Grundlagenforschung betrieben wird.

- (3) Die Aufwandsplanung muss als plausibel eingestuft werden und bedarf folglich keiner Korrektur.
 - (a) Dies gilt zunächst für den Anstieg der Verwaltungskosten in vier Jahren in einem Umfang von € 10 Mio., nachdem es in den drei Jahren der Vergangenheitsanalyse zu einem Anstieg von lediglich € 4 Mio. gekommen war. Der dabei vorgenommene Ansatz der erhöhten Zahlen übersieht nämlich, dass die Verwaltungs-



kosten im Vergleich zum Umsatz unterproportional ansteigen sollen. Während der Umsatz von € 335,445 Mio. im Jahr 2012 auf € 465,859 im Jahr 2016 steigen soll, was ein Wachstum von € 130,414 Mio. oder 38,88 % darstellt, steigen Vertriebskosten von € 12,493 Mio. im Jahr 2012 um € 4,042 Mio. auf € 16,535 oder um 32,35 %. Soweit die Antragsteller zu 1) bis 5) darauf hinweisen, aus dem Bewertungsgutachten von Tz. 240 ergebe sich ein Anstieg der allgemeinen Verwaltungskosten von € 23 Mio. im Jahr 2012 auf € 32 Mio. im Jahr 2016, ist dies bereits dem Bewertungsgutachten nicht zu entnehmen; unter Tz. 240 und 267 werden für das Geschäftsjahr 2013 um 2,3 % fallende Verwaltungskosten in Höhe von € 22,511 Mio. und für das Geschäftsjahr 2016 Verwaltungskosten von € 24,46 Mio. angesetzt. Diese Zahlen entsprechen auch den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer, wie sie in der Tabelle auf Seite 43 des Prüfungsberichts wiedergegeben sind. Damit liegt aber der Anstieg dieser Kosten mit ca. 8,66 % deutlich unter dem Anstieg des Umsatzes. Aber auch die Vertriebskosten steigen mit 32,35 % weniger stark als das Umsatzwachstum der Phase I im Vergleich zum letzten Ist-Wert des Jahres 2012. Diese Entwicklung hat ihre Ursache in Fixkostendegressionseffekten. Andererseits ist es zwingend, dass ein Umsatzwachstum höhere Vertriebskosten ebenso nach sich zieht wie höhere allgemeine Verwaltungskosten.

- (b) Nicht korrigiert werden müssen die Ansätze zur Planung der Rohstoffpreise allgemein und vor allem auch die dabei getroffenen Überlegungen zur Entwicklung des Preises für Kupfer. Ausgangspunkt für die entsprechenden Planannahmen waren nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer die erwarteten Umsätze für die einzelnen Komponenten nach der Stückzahl und hinsichtlich der Preise die aktuellen Terminpreise, die dann mit den Erwartungen der Marktteilnehmer insbesondere über



Rohstoffpreise abgeglichen wurden. Dabei konnte für das Jahr 2013 noch detailliert geplant werden, während für die Folgejahre die Rohstoffpreise mit pauschaleren Annahmen fortgeschrieben wurden. Gerade für Kupfer wird die Planung indes durch die hohe Volatilität der Kupferpreise erschwert. Wenn die Gesellschaft entsprechend den Angaben der Abfindungsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 12.5.2015 von einem Preis von US-\$ 8,10 je kg Kupfer ausgingen, kann dieser Ansatz nicht infrage gestellt werden; er muss vielmehr als plausibel angesehen werden, weil die Kontrolle der Planung gerade über den Vergleich mit Einschätzungen anderer Marktteilnehmer sinnvoll ist und auch bestätigt wurde. Der Ansatz des Kupferpreises in der Planung beruhte auf der Prognose der Aurubis AG als einem der großen Kupferproduzenten, die im Juli 2012 einen Mittelwert für 2013 von etwa US-\$ 8,10 je kg nannte. Am 31.7.2012 wurde von UniCredit Research – also zu einem Zeitpunkt rund vier Wochen vor der Hauptversammlung – in einem Marktausblick festgestellt, der Kupferpreis befinde sich in einem langfristigen Seitwärtstrend, wobei als Faktoren für einen anhaltend hohen Kupferpreis von diesen Analysten die anhaltend hohe Nachfrage nach Kupfer durch Infrastrukturprojekte in Schwellenländern sowie die enttäuschende Angebotsentwicklung aufgrund fehlender Erzgehalte und mangelnder Verfügbarkeit von Wasser, Energie und Arbeitskräften genannt wurde. Andererseits sehen diese Analysten Abwärtsrisiken aufgrund eines langsameren Wirtschaftswachstums in den Nachfrageländern China und Indien.

Die in der Planung angesetzten Kaufpreise lagen dabei nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer in einer möglichen Bandbreite von Kupferpreisen und bedürfen daher keiner Korrektur. Es muss dabei nämlich besonders die Schwierigkeit der Prognose der Entwicklung von Rohstoffpreisen gesehen wer-



den, weil diese mit erheblicher Unsicherheit verbunden ist und es keine weithin akzeptierte Vorgehensweise zur Verwendung von Forward Rates oder Stichtagskursen als Schätzer für die zukünftigen Preise gibt. Die Entwicklung der Kupferpreise in der Vergangenheit unterlag erheblichen Schwankungen – so wiesen und darauf hin, dass in einem Zeitraum zwischen Februar und Oktober 2011 der Preis je Tonne Kupfer zwischen US-\$ 10.147,15 und US-\$ 6.975,25 schwankte. Auch waren die allgemeinen Markterwartungen zum Prüfungszeitpunkt unterschiedlich ebenso wie zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung. Neben den Prognosen einer geringeren Nachfrage wegen konjunktureller Probleme besonders in China gab es auch Einschätzungen dahingehend, dass sich kommerzielle Marktteilnehmer durch den Kauf von Futures wegen erwarteter steigender Preise absichern würden. Aus all diesen Gründen muss der angesetzte Wert von US-\$ 8,10 je kg als plausibel bezeichnet werden.

Dem steht auch nicht eine Pressemitteilung vom Januar 2014 entgegen, wonach der Kupferpreis im Jahr 2013 angesichts zunehmender Förderkapazitäten um 7,8 % in US-\$ und 10,7 % in € gesunken sei. Diese Pressemitteilung rechtfertigt allerdings nicht die Annahme eines zu hoch geschätzten Kupferpreises, weil dadurch letztlich nur die Volatilität der Entwicklung auf den Rohstoffmärkten gerade für Kupfer bestätigt wird.

Die Gesellschaft nahm zudem eine Absicherung gegen vor allem für sie selbst nachteilige Schwankungen der Rohstoffpreise dergestalt vor, dass in den von ihr abgeschlossenen Verträgen Klauseln aufgenommen wurden, wonach 2/3 der Preissenkungen an die Kunden weitergegeben werden können oder müssen. Dadurch wird gewährleistet, dass angesichts der Volatilität der Rohstoffpreise nicht oder gegebenenfalls nur schwer prognostizierbare und planbare Veränderungen keine zu starken



Auswirkungen auf die Planannahmen entfalten, wobei angesichts der in der Vergangenheit zu beobachtenden Entwicklungen und unterschiedlichen Prognosen auch nicht klar sein konnte, in welche Richtung sich die Preise entwickeln würden, wenn es zu deutlichen Veränderungen auf den Rohstoffmärkten für Kupfer kommt.

(c) Die Annahme einer zurückgehenden Bruttomarge rechtfertigt keinen Rückschluss auf eine unplausible Planung, weil diese Annahme nach den Erläuterungen der Abfindungsprüfer im Termin zur mündlichen Verhandlung sachgerecht war.

(aa) Die Umsatzkostenquote, die herangezogen wurde, setzt sich dabei zusammen aus der Materialkosten- und der Produktionskostenquote, wobei der Modellmix bei der W.E.T. AG hin zu materialintensiveren Produkten geht. Dabei kommt es zu Verschiebungen zwischen den Sitzheizungen, der Autokabeltechnik und dem vor allem in Nordamerika befindlichen Produkt mit der PTC-Technologie, wo für diesen Bereich sehr unterschiedliche, aus der jeweiligen Materialeinsatzquote begründete Margen bestehen, die von den Abfindungsprüfern auch im Verlaufe der Prüfung erhoben wurden. Der deutlich erhöhte Materialaufwand beruht dabei gerade auch auf der Notwendigkeit des Einkaufs der PTC-Technologie; dies führt dazu, dass die Herstellkosten für diese Technologie, die in Nordamerika in der Produktkategorie „Sitzheizungen“ zum Teil zum Einsatz kommt, über dem Verkaufspreis liegt. Das Bewertungsgutachten, auf das die Prüfer zur vertiefenden Begründung ihrer Annahme verwiesen haben und dies auch konnten, macht deutlich, dass für die Detailplanungsphase mit dem Automobilhersteller General Motors keine Abrede wird getroffen werden können, die



margenstärkere klassische Sitzheizungstechnologie zum Einsatz zu bringen. Wenn die Gesellschaft auf diese Vorgaben eines großen US-amerikanischen Automobilherstellers eingeht, um diesen nicht insgesamt als Kunden zu verlieren, ist dies eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes, die nachvollziehbar ist und in einem Spruchverfahren hingenommen werden muss, auch wenn sich dadurch Margen verschlechtern.

Bei der Autokabeltechnik ist der Materialeinsatz viel höher als bei der klassischen Sitzheizung mit Litzentechnik; bei Klimasitzen muss zusätzlich eine Kühlung angeboten werden, wodurch ohne jeden Zweifel der Materialaufwand ansteigt. Da die Umsatzsteigerungen in den Produktkategorien „Klimasitze“ und „Kabeltechnik“ vor allem ausweislich der Tabelle auf Seite 43 des Prüfungsberichts in den Jahren 2014 bis 2016 über den Steigerungsraten bei der Sitzheizung liegt, auch wenn diese Kategorie in absoluten Zahlen immer noch dominiert, ist es nachvollziehbar, dass die Bruttomarge sinkt, nachdem die Bereiche „Klimasitze“ und „Autokabeltechnik“ einen höheren Materialaufwand verlangen.

Eine weitere Aufschlüsselung des Produktmix und der Materialaufwandsquote auf die einzelnen Produktkategorien muss auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes durch die Vorlage von entsprechenden Planungsunterlagen nicht erfolgen. Damit würden Geschäftsgeheimnisse preisgegeben, weil nähere Angaben zur Materialaufwandsquote im Produktmix und dabei vor allem zur PTC-Technologie den Kern der Tätigkeit der Antragsgegnerin betreffen; dieser Umstand wird auch von Seiten der Antragsteller nicht in Frage gestellt. Eine Übermittlung der



Detailinformationen – wie angeregt – ausschließlich an die Kammer oder den Vorsitzenden mit dem Ziel einer Bewertung durch das Gericht ist zur Überzeugung der Kammer nicht möglich, weil dieser Vorgehensweise grundlegende rechtsstaatliche Bedenken entgegenstehen. Die Antragsteller haben entsprechend dem in Art. 20 Abs. 3 GG verankerten Rechtsstaatsgrundsatz einen Anspruch darauf, dass nur solche Tatsachen zur Grundlage einer gerichtlichen Entscheidung gemacht werden, zu denen sie sich äußern konnten, ihnen also auch rechtliches Gehör im Sinne des Art. 103 Abs. 1 GG gewährt wurde (vgl. Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 7 SpruchG Rdn. 76). Dies wäre dann nicht der Fall, wenn das Gericht Exklusiverkenntnisse erlangt, wobei es letztlich keinen Unterschied machen kann, ob diese zugunsten oder zulasten der Antragsteller verwertet würden. Vorliegend muss insbesondere auch berücksichtigt werden, dass die Abfindungsprüfer die Grundstrukturen der Entwicklung des Produktmix und der Materialaufwandsquote in ihrem Prüfungsbericht dargestellt haben und insbesondere auch die Grundtendenzen der Entwicklung in den einzelnen Produktkategorien. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, nur mit der Kenntnis weiterer Details, die dann aber Rückschlüsse auf die geheim zu haltende Geschäftsstrategie zuließen, könnten die Antragsteller sachgerecht vorgehen und insbesondere hinreichend bestimmte Rügen gegen die Angemessenheit der Planung erheben. In dieser Situation muss das Interesse der Gesellschaft an der Geheimhaltung überwiegen. Ein „in-camera-Verfahren“, wie es beispielsweise in § 99 VwGO mit der Vorlage von Unterlagen ausschließlich an ein Gericht vorgesehen ist, kann nur der Gesetzgeber anordnen (vgl. OVG Münster, Urteil vom 1.4.2014, Az. 8 A



654/12), was indes im Fall des § 7 Abs. 7 SpruchG so nicht vorgesehen wurde.

- (bb) Der Plausibilität der entsprechenden Planannahmen kann nicht entgegen gehalten werden, die Materialaufwandsquote müsse angesichts von Kostendegressions- und Skaleneffekten sinken. Die Abfindungsprüfer haben nämlich bei ihrer Anhörung darauf hingewiesen, dass derartige Effekte tatsächlich in die Planung eingeflossen seien und der steigende Umsatz tatsächlich zu rückläufigen Materialaufwandsquoten führe. Diese und Produktionsaufwendungen sind indes durch produktbezogene Faktoren beeinflusst.
- (d) Die Personalkosten wurden angemessen geplant, wobei insbesondere aus der Verlagerung der Produktion nach Vietnam keine stärkeren Effekte zu berücksichtigen waren. Es ist nachvollziehbar, wenn angesichts der in Aussicht gestellten Fertigung der Produktionsanlagen im Jahr 2014 die Effekte dann im Verlauf der Phase I kaum spürbar sein werden. Die Planung sah diesbezüglich nach den von den Antragstellern nicht mehr bestrittenen und damit gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestandenem geltenden detaillierten Vortrag der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 30.3.2015 vor, dass die Gesellschaft für die Fabriken in Langfang, China und Vietnam zusammen je Mitarbeiter von sinkenden Kosten ausgegangen sei. Demgegenüber nahmen die Kosten pro Mitarbeiter von 2013 auf 2014 um ca. 9,6 % zu. Die Bewertung legte indes den geplanten Hochlauf der Produktion und entsprechend positive Wertsteigerungen zugunsten der Minderheitsaktionäre zugrunde; das insoweit tatsächlich schlechtere Ist-Ergebnis geht folglich nicht zu Lasten der ausgeschlossenen Aktionäre und damit der Antragsteller. Die mit der Verlagerung von Produktions-



standorten allgemein verbundenen Prozessverbesserungen genügen auch nicht, um den Rückgang der Bruttomarge hinreichend zu kompensieren.

- (e) Der Ansatz einer pauschalierten Qualitätsrückstellung ist nicht geeignet, die fehlende Plausibilität der Planung zu begründen. Die Berücksichtigung einer derartigen Rückstellung in der Planung beruht auf den Erfahrungen der Vergangenheit, wonach immer wieder Gewährleistungsansprüche erfüllt werden mussten. Demgemäß enthielt auch der Konzernabschluss zum 31.12.2012 eine entsprechende Rückstellung über € 2 Mio., weshalb insbesondere auch kein Gegensatz zu den Vorjahren festgestellt werden kann. Die Höhe entspricht nach den Erkenntnissen und Angaben der Abfindungsprüfer den durchschnittlichen Erfahrungswerten aus der Gesellschaft. Verbesserungen im Produktionsprozess führen indes zu einer Reduktion der Rückstellungen und demgemäß zu deren teilweiser Auflösung. Eine doppelte Berücksichtigung dieser Gewährleistungsrückstellungen wurde nicht vorgenommen; die Summe der Rückstellungen auch in 2012 entsprach einem uneingeschränkten Testat der Abschlussprüfer, dass die Abfindungsprüfer nicht hinterfragen müssen und ihre Erkenntnisse darauf aufbauen können (vgl. OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az.: 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09). Das Bestehen entsprechender Verpflichtungen wurde dann fortgeschrieben, wobei dies in Phase I aufgrund einer verbesserten Qualität und eines deutlich geringeren Risikos hinsichtlich des Umfangs von Gewährleistungsansprüchen niedriger erfolgte als im Vergangenheitszeitraum. Wenn beispielsweise im Jahr 2013 bei einem geplanten Gesamtumsatz von € 382,4 Mio. ein pauschalierter Betrag von € 500.000,-- oder 0,13 % vom Gesamtumsatz angesetzt wird, sieht dies die Kammer nicht als überzogen an. Bei technischen Produkten



kann die Geltendmachung von Gewährleistungsansprüchen nie ausgeschlossen werden. Eine Fortschreibung der Werte des EBIT des letzten Jahres der Vergangenheitsanalyse kann angesichts der Vornahme einer detaillierten Planung gerade nicht angenommen werden.

Hinsichtlich der weiteren Rückstellungen finden sich aus der integrierten Bilanzplanung mit dem Aufsatzzpunkt 2012 abgeleitet Pensionsrückstellungen in Höhe von € 3,2 Mio., die dann in der Detailplanungsphase rückläufig geplant waren, wobei diese Tendenz ebenfalls bei den sonstigen Rückstellungen zu verzeichnen ist, die vom Aufsatzzpunkt des Jahres 2012 mit insgesamt € 24 Mio. auf € 16 Mio. am Ende der Detailplanungsphase zurückgehen sollen. Nicht notwendig ist es dabei gewesen, diese in Relation zu Auflösungsquoten in der Vergangenheit zu setzen. Die Planung erfolgt nämlich gerade in einem Umfang, dass die Auflösung von Rückstellungen gerade nicht notwendig werden muss.

- (f) Nicht korrekturbedürftig stellen sich die Planansätze für den Bereich Forschung & Entwicklung dar, bei dem 7 % des Umsatzes angenommen wurden. Diese Aufwendungen, die im Wesentlichen nicht für Grundlagenforschung herangezogen werden, dienen vielmehr der Produktionsentwicklung und verfolgen das Ziel, den Anforderungen der OEM ergebnisorientiert gerecht zu werden. Diese Aufwendungen sind nach den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer die Voraussetzung dafür, dass es angesichts der Vereinbarungen in den Verträgen über Preisnachlässe nicht zu Margenrückgängen kommen wird. Die Aufwendungen für Forschung & Entwicklung führen demgemäß zu Produktions- und Materialkosteneinsparungen, die den Effekt von Preisnachlässen in den langfristigen Verträgen ausgleichen sollen. Insgesamt aber muss gesehen werden, dass der Anteil dieser Kos-



ten am Umsatz im ersten Jahr der Detailplanungsphase noch bei 7,7 % lag und dann kontinuierlich auf die angeführte Zielquote von 7 % zurückgehen soll. Demgemäß steigen die Aufwendungen für Forschung und Entwicklung mit durchschnittlich 3,1 % p.a. deutlich geringer als die Umsätze mit einem jährlichen Durchschnittswachstum von 6,8 % im gleichen Zeitraum. Dabei wachsen allerdings die Kosten für Forschung & Entwicklung für die Produktparte „Commercial/Industry“, zu denen auch die Projekte beispielsweise für beheizbare oder kühlbare Stadionsitze gehören, die in Phase I um rund 14,4 % wachsen und zum Wachstum der Produktkategorie „andere“ mit einem Durchschnittswachstum von 24,6 % im selben Zeitraum beitragen.

- (4) Die Ansätze zu den Synergien flossen plausibel in die Planung ein. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand-alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen.

- (a) wies darauf hin, dass gerade auch die sich aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ergebenden Einkaufsynergien implizit in der Planvorschau berücksichtigt wurden. Angesichts dieser Vorgehensweise über eine implizite Berücksichtigung konnten die Auswirkungen rechnerisch im Einzelnen nachvollziehbar nicht dargestellt werden.



- (b) Die Berücksichtigung der Übernahme von Vertriebsmitarbeitern der Antragsgegnerin in Korea erfolgte sachgerecht.
- und wiesen darauf hin, dass in den Umsatzerlösen fünf Mitarbeiter mit einem Konzernaufschlag enthalten sind, die ihrerseits wiederum Kosten von € 600.000,-- verursachten. Die von den Abfindungsprüfern gestellte Frage, inwieweit diese Ansätze einem Drittvergleich standhalten, bejahte die Gesellschaft. Letztlich verhält sich diese Problematik aber weitgehend ergebnisneutral, da die Ansätze einmal bei den Umsatzerlösen und zum anderen auch bei den Aufwendungen enthalten sind.
- (c) Synergien mussten sich nicht bei den Kosten für Forschung & Entwicklung niederschlagen, weil es keine vergleichbaren Produkte zwischen der W.E.T. AG einerseits und der Antragsgegnerin und ihrem Mutterkonzern andererseits gibt. Daher konnten Synergien bei diesem Aufwandsposten nicht einfließen.
- (5) Das Finanzergebnis wurde ebenso wie die Steuerplanung zutreffend angesetzt; Anhaltspunkte für eine mangelnde Plausibilität der entsprechenden Ansätze können nicht angenommen werden.
- (a) Vom Fehlen des Ausweises eines Zinsertrags kann nicht ausgegangen werden, auch wenn dies die Originalplanung der Gesellschaft, wie sie auf Seite 43 des Prüfungsberichts abgebildet ist, nicht darstellt. Insoweit mussten nämlich wegen des Ausweises des Währungsswaps als Sonderwert bei der Ermittlung des Unternehmenswertes Anpassungen durch die Bewertungsgutachter zwingend vorgenommen werden, weil es anderenfalls zu einer unzulässigen doppelten Erfassung bei der Ermittlung des Ertragswerts und dann noch als Sonderwert gekommen wäre. In den Ertragswert eingeflossen sind dann tatsächlich Zinserträge in Höhe von € 31 Mio. entsprechend dem Forecast



für das Jahr 2013 und von € 20 Mio. jährlich ab dem Jahr 2014. Dieser Wert resultiert namentlich aus der Verzinsung der betriebsnotwendigen Liquidität, die durchgehend mit € 8 Mio. angesetzt wurde, wovon die Hälfte – also € 4 Mio. – mit einem Haben-Zinssatz von 0,5 % verzinst wurden. Die verbleibenden weiteren € 4 Mio. setzen sich entsprechend den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer nachvollziehbar so schnell um, dass keine Möglichkeit zu einer verzinslichen Anlage besteht.

- (b) Die zinsbehafteten Verbindlichkeiten wurden aus der integrierten Planungsrechnung abgeleitet, wobei Ausgangspunkt die Bilanz zum 31.12. mit einem Betrag von € 17 Mio. war. In den Folgejahren verringerten sich diese Verbindlichkeiten über € 14 Mio. im Jahr 2013, € 8 Mio. im Jahr 2014, € 4 Mio. im Jahr 2015 auf einen Betrag von noch € 2,4 Mio. im letzten Jahr der Detailplanungsphase, der dann auch als Grundlage für den Terminal Value herangezogen wurde. Demgemäß sinkt dann aber auch der Zinsaufwand von € 616.000,-- entsprechend dem Forecast für 2013 auf nur mehr € 109.000,-- am Ende von Phase I, wobei der Vorbestand zu berücksichtigen war. Die Sollzinsen lagen in der Detailplanungsphase entsprechend den bestehenden Kreditkonditionen zwischen 3,4 % und 4,5 %, wobei der letztgenannte Zinssatz auch in der Ewigen Rente herangezogen wurde.

- (c) erläuterte im Termin vom 5.3.2015 die Ermittlung des Konzernsteuersatzes und verwies dabei namentlich darauf, dass in Phase I die Steuersätze für die einzelnen Länder unter Berücksichtigung der vor Ort geltenden Steuersätze angesetzt wurden. Dabei lagen fast alle Gesellschaften in der Nähe der Konzernsteuerquote und der in Deutschland geltenden Steuersätze. Zwar gab es einige Ausreißer nach oben oder unten;



die wesentlichen Länder lagen indes im Bereich der Konzernsteuerquote.

- (6) In der Ewigen Rente müssen keine Anpassungen vorgenommen werden.

Bei der Gesellschaft muss mit Ablauf des Jahres 2016 von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden – dies ist dann der Fall, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion, der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 97).

- (a) Als korrekturbedürftig kann namentlich nicht der Ansatz einer EBIT-Marge von 8 % angesehen werden, auch wenn diese in den Jahren der Detailplanungsphase höher waren.

Die Gesellschaft ist in ihrer Entwicklung abhängig von der Automobilbranche, nachdem sie Zulieferer für die großen Automobilhersteller bzw. Tier 1 – dabei vorwiegend für Bosch – ist. Diese Industriesparte ist in hohem Maße konjunkturabhängig, wie sich im Verlaufe der weltweiten Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers Inc. zeigte. Die Krise und anschließend im Jahr 2009 die Einführung der



Abwrackprämie führte zu Ergebniskapriolen. Zudem zeigt sich diese hohe Konjunkturanfälligkeit auch an der Sondersituation in den USA, wo zwei große OEM unter Chapter 11 gestellt wurden und die W.E.T. AG nach dem Rückzug von Wettbewerbern praktisch einziger Hersteller hochwertiger Sitzheizungen auf dem nordamerikanischen Markt war. Andererseits zeigt die Planungsrechnung der W.E.T. AG – ausgehend vom Ist des Jahres 2012 und dem aktualisierten Forecast 2013 – eine dynamische Wachstumsentwicklung, die sich bis 2016 zwar abflacht, aber das höchste EBIT mit € 46,4 Mio. im letzten Jahr der Phase I zu verzeichnen hat. Diese Planzahlen bilden keine konjunkturellen Veränderungen ab, was auch zu den Erwartungen der IHS als Referenzstudie passt.

Bei dem Ansatz einer EBIT-Marge im Terminal Value kann jedoch nicht angenommen werden, es werde zu keinerlei konjunkturellen Einbrüchen oder zumindest Rücksetzern kommen. Dies ist mit allen volkswirtschaftlichen Erfahrungen in einer konjunkturabhängigen Branche nicht zu vereinbaren. Deshalb mussten für einen sachgerechten Ansatz der EBIT-Marge in der Ewigen Rente auch konjunkturelle Rücksetzer angenommen werden. Auch wenn es keine festen Kriterien für die Dauer eines Konjunkturzyklus bei der W.E.T. AG gibt, zeigt gerade die Erfahrung der letzten Jahre, wie sensibel die Realwirtschaft auf die Friktionen an den Finanzmärkten reagiert. Im Bereich der Automobilindustrie deuten auch Marktstudien wie vor allem diejenige von IHS darauf hin, dass es bereits zu einem nur mehr schwachen Anstieg des Mengenwachstums in den relevanten Regionen der Absatzmärkte der Gesellschaft kommen wird, worauf im Termin vom 9.7.2015 ebenso hingewiesen hat, wie hierzu Ausführungen im Prüfungsbericht gemacht wurden. Bei der Einschätzung der nachhaltigen EBIT-Marge ist auch zu beachten, dass ein Großteil des prognosti-



zierten Wachstums auf Mittelklassefahrzeuge und vor allem auch auf Kleinwägen entfallen wird, deren Ausstattung mit Sitzkomfortprodukten tendenziell sparsamer ausfällt als in den Fahrzeugen der Oberklasse. Selbst wenn in diesem Bereich der Mittelklasse- und Kleinwagen mittelfristig mit besseren Ausstattungsquoten zu rechnen ist, kann daraus nachvollziehbar indes angesichts entsprechenden Preisdrucks nur mit niedrigeren Margen gerechnet werden.

Ebenso zeigen die langfristig ermittelten Werte der EBIT-Marge der Gesellschaft über Zeiträume, in denen es auch zu konjunkturellen Rücksetzern und teilweise sogar Krisen kam, dass die angenommene Marge im Terminal Value nicht als zu niedrig angesetzt angesehen werden kann. Im Zeitraum von 2002 bis 2012, von 2004 bis 2012 und von 2007 bis 2012 erzielte die Gesellschaft EBIT-Margen von durchschnittlich 6,9 %, 6,2 % und 7,6 %. Wenn dann nachhaltig ein höherer Wert angenommen wird, vermag in dem Ansatz einer EBIT-Marge von 8 % eine Unangemessenheit nicht erblickt werden. Dies wird insbesondere bestätigt durch die von den Wettbewerbern der Peer Group in denselben Zeiträumen ermittelten Werten, die im Durchschnitt bei 4,6 %, 5,2 % und 3,9 % lagen. Der Durchschnitt der EBIT-Margen bei den OEM als Abnehmer der W.E.T. AG lag im Jahr 2010 bei 5,9 % im Jahr 2011 bei 7,6 % und im Jahr 2012 bei 6,4 % - mithin auch bei Werten, die schlechter sind als die nachhaltige EBIT-Marge der Gesellschaft, die eben nicht nur konjunkturelle Aufholbewegungen abbilden soll, wie sie gerade in der Nachkrisenzeit nach der Finanzmarkt- und Weltwirtschaftskrise zu beobachten waren. Dieser Umstand wirkt sich – wie bereits ausgeführt – dahingehend aus, dass ein nicht unerheblicher Druck auf die Zulieferer ausgeübt wird.



Dem kann nicht entscheidend entgegengehalten werden, dass in dem soeben beschriebenen Zeitraum ein Teil der im Premi-umsegment angesiedelten Automobilhersteller – Audi, Porsche und BMW – EBIT-Margen erzielte, die über den Werten des Terminal Value bei der W.E.T. AG lagen. Zum einen muss be-rücksichtigt werden, dass diese Werte in konjunkturell guten Zeiten erzielt wurden, in denen die bereinigte EBIT-Marge der Gesellschaft in den Jahren der Vergangenheitsanalyse mit Werten von 10,2 %, 8,5 % und 9,0 % auch höher lag und bei-spielsweise im Jahr 2010 bereinigt sogar über den Werten von BMW und Audi lag. Zum anderen lag ein anderer Hersteller von Fahrzeugen der Oberklasse – die Daimler AG – in den Jahren der Vergangenheitsanalyse unter den durchschnittlichen Wer-ten der W.E.T. AG, weshalb ein allgemeiner Trend dergestalt, dass ein Produzent von Fahrzeugen der Premiumklasse stets bessere Werte als die Gesellschaft erreicht, nicht angenommen werden kann.

Die Fehlerhaftigkeit des Ansatzes der EBIT-Marge von 8 % im Terminal Value lässt sich auch nicht daraus ableiten, dass in der Phase II vermehrt auch Mittel- und Kleinwagen mit derarti-gen Komfortheizungen ausgestattet werden. Dabei fällt auf, dass neben VW namentlich die japanischen Hersteller Honda und Toyota EBIT-Margen aufwiesen, die in der Vergangenheit deutlich unter denen der Gesellschaft lagen. Aus der Entwick-lung bei Hyundai lässt sich ein anderer Schluss nicht ableiten, weil dort die Marge zum Teil über, zum Teil unter den Werten der W.E.T. AG lag.

- (b) Bei der EBIT-Marge kann letztlich auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass in Zeiten konjunktureller Rücksetzung Fixkosten-degressionseffekte nachlassen. Die sich darauf beziehenden Überlegungen im Bewertungsgutachten von sind plausi-



bel. Die Planung bis 2016 ging vom Verlust weiterer Kunden aus. Dies führt nun dazu, dass auch der Deckungsbeitrag auf diese Fixkosten jedenfalls zum Teil verloren geht, weil die Kosten für Verwaltungsgebäude, Mitarbeiter oder auch den Vorstand bestehen bleiben. Je höher der Umsatz ist, desto höher sind dann die Fixkostendegressionseffekte. Bei einem Verlust von Aufträgen mit dem damit verbundenen Verlust an Umsatz steigt der Fixkostenanteil, nachdem es in Phasen einer konjunkturellen Rücksetzung nicht nur die variablen Kosten wie Materialkosten gibt, die nur im tatsächlichen Umfang anfallen; Verwaltungskosten können in einem Abschwung nur zum Teil oder gar nicht angepasst werden.

- (c) Auch aus dem Ansatz der Investitionen im Bereich Forschung & Entwicklung lässt sich ein zu niedriger Ansatz der EBIT-Marge nicht begründen. Der Schwerpunkt dieses Bereichs liegt in der Optimierung der Produkte, nicht in der Grundlagenforschung für neue Produkte, wovon auch für den Terminal Value angesichts des Grundgedankens eines Gleichgewichtszustandes ausgegangen werden muss. Nur ein kleiner Teil dieser Aufwendungen geht daher – ebenso wie in der Detailplanungsphase – in die Entwicklung neuer Produkte wie beheizbare Skilifte oder gekühlte Sitze in Sportstadien. Dann aber kann aus den Investitionen in diese Innovationsfelder und die neuen Anwendungsgebiete nicht geschlossen werden, die Gesellschaft werde in Phase II zwingend eine höhere EBIT-Marge erzielen.
- (7) Hinsichtlich der Annahme zur Thesaurierung bzw. der Ausschüttung der Jahresüberschüsse kann eine Änderung der hierzu bei der Bewertung getroffenen Überlegungen nicht vorgenommen werden. Im Ausgangspunkt muss auch bei den Ansätzen zur Thesaurierung davon ausgegangen werden, dass plausible Annahmen zu treffen sind, was allerdings nicht bedeutet, dass die jeweils für die Minderheitsak-



tionäre günstigste Prämisse angesetzt werden muss. Es ist insbesondere nicht vom Eigentumsgrundrecht des Art. 14 Abs. 1 GG geboten, den Ansatz heranzuziehen, der die Minderheitsaktionäre am meisten begünstigt (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1076 = BB 2011, 1518, 1521; LG München I, Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14). Annahmen für die Grundlage zur Ermittlung des Ertragswerts müssen plausibel sein. Angesichts der Unsicherheiten, mit denen jede in die Zukunft gerichtete Wertermittlung behaftet ist, kann es nicht Aufgabe des in einem Spruchverfahren zur Entscheidung berufenen Gerichts sein, eine plausible Annahme zur Thesaurierung durch eine andere, möglicherweise ebenfalls plausible Annahme zu ersetzen.

- (a) Eine Fehlerhaftigkeit lässt sich nicht aus dem Vergleich mit der Bewertung des Jahres 2011 ableiten, als noch von einer Vollthesaurierung der Jahresüberschüsse für die Planjahre 2013 und 2014 sowie eine Thesaurierungsquote von nur 30 % für die Jahre 2015 und 2016 angesetzt wurde. Die Annahme einer Vollthesaurierung wie im Rahmen der Planung des Jahres 2011 kann vorliegend nicht zugrunde gelegt werden. Der Umfang der Ausschüttungen bzw. der Thesaurierung hat sich in der Detailplanungsphase regelmäßig an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren (vgl. LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11, S. 37; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371713), wovon auch bei den vorangegangenen Planungen aus dem Jahr 2011 ausgegangen wurde. Diese Überlegungen können vorliegend jedoch nicht herangezogen werden, weil sich die Übernahme von rund zwei Jahre alten Planannahmen bereits nicht mit der Stichtagsbezogenheit jeder Planung vereinbaren lässt. Zum anderen übersieht dieser An-



satz das Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages vor dem entsprechenden Stichtag der Hauptversammlung am 28.8.2013. Aufgrund dieses Vertrages ist die Gesellschaft verpflichtet, ihren gesamten Jahresüberschuss an die Antragsgegnerin als herrschende Gesellschaft abzuführen. Dieser Umstand muss berücksichtigt werden. Folglich dürfte wegen einer letztlich begriffsnotwendig fehlenden Planung der Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquoten auf am deutschen Kapitalmarkt zu beobachtende Ausschüttungsquoten abgestellt werden. Der dabei gewählte Ansatz einer Ausschüttung der für die Finanzierung des Geschäftsbetriebs nicht notwendigen freien Liquidität in einem Umfang hin bis zu einer Ausschüttungsquote von 70 % bedarf keiner Korrektur. Daraus ergab sich dann für das Geschäftsjahr 2013 eine Ausschüttungsquote von 13,5 %, die bis zum Ende der Phase I auf 70 % ansteigen soll. Die Annahmen zu den möglichen Ausschüttungen erfolgten dabei auf der Grundlage einer integrierten Planungsrechnung mit Bilanzplanung-, G+V-Planung und Cash flow-Planung. Über die Bilanzplanung floss auch der von der Hauptversammlung am 28.8.2013 beschlossene Gewinnvortrag aus dem Jahresüberschuss in die Ertragswertermittlung ein. Auf der Aktivseite steht dem gebundene Liquidität gegenüber, die über die Cash flow-Planung Verwendung gefunden hat.

Dieser Ansatz ist zur Überzeugung der Kammer als plausibel zu bezeichnen, nachdem er auf die konkrete Situation der Gesellschaft abstellt. Der so ermittelte Durchschnitt der Ausschüttungsquote beträgt 53,8 %. Dies entspricht – wie der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt ist – marktüblichen Ausschüttungsquoten, die regelmäßig zwischen 40 und jedenfalls 60 % liegen.



- (b) Der Richtigkeit der getroffenen Annahmen lässt sich nicht entgegenhalten, ein erheblicher Teil der geplanten Ergebnisse nach Steuern komme dem Unternehmenswert weder als Ausschüttung noch fiktiv als Thesaurierung zugrunde. Diese Rüge berücksichtigt nämlich nicht hinreichend den Umstand, wofür die liquiden Mittel verwendet werden sollen. Danach soll es zu einer starken Reduzierung der Fremdfinanzierung in Richtung auf „null“ kommen, wodurch der Zinsaufwand von rund € 600.000,-- deutlich auf nur mehr etwas mehr als € 100.000,-- zurückgehen wird. Die zinstragenden Verbindlichkeiten sollen von € 57 Mio. auf € 2,4 Mio. abgebaut werden. Zudem muss berücksichtigt werden, dass Investitionen in einer Größenordnung von rund € 12 Mio. p. a. nicht fremdfinanziert werden sollen, sondern aus freiem Cash flow und den Abschreibungen. So gibt es im ersten Planjahr 2013 Nettoinvestitionen von € 24 Mio. und Abschreibungen von € 14 Mio., weshalb € 10 Mio. gerade nicht aus den Abschreibungen finanziert werden. Weiterhin muss auch das Working Capital gesehen werden, das von 2012 auf 2013 auf der Aktivseite um € 18 Mio. und auf der Passivseite um € 6 Mio. anstieg, weshalb es sich im Jahr 2013 auf eine Größenordnung von etwa € 100 Mio. nach € 80 Mio. zum Bilanzstichtag 31.12.2012 belief.

Letztlich wirkt sich diese Entwicklung aber insgesamt zum Vorteil der Minderheitsaktionäre aus. Zum einen muss der in der Detailplanungsphase zu beobachtende Wachstumspfad einen Grund haben, der auch aus vorgenommenen Thesaurierungen abzuleiten ist. Zum anderen führt die Verbesserung des Zinsergebnisses zu einem sinkenden verschuldeten Beta-Faktor und damit zu einem sinkenden Risikozuschlag mit umgekehrt steigendem Unternehmenswert. Da auch im Zeitraum 2014/2015 zinstragendes Fremdkapital abgebaut werden soll, stehen sinkende Wachstumsraten der Notwendigkeit einer Thesaurierung



nicht entgegen. Deren Berücksichtigung im Rahmen der Rückführung der Verschuldung zeigt sich auch an einem im Verlaufe der Detailplanungsphase sinkenden Beta-Faktor, wobei dieser lediglich wegen des ohnehin vergleichsweise geringen Verschuldungsgrades der W.E.T. AG auch schon zu Beginn der Detailplanungsphase nicht so stark zurückgehen kann. Ungeachtet dessen wirkt sich der Rückgang zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.

- (c) Ab dem Geschäftsjahr 2015 kommt es zu einer fiktiven Zurechnung von Werten, die über die im Geschäftsmodell angelegten thesaurierten Beträge hinausgehen. Darin kann aber keine unzulässige Vermengung des Ertragswerts und des Substanzwerts gesehen werden, nachdem die thesaurierten Beträge bei der Ermittlung des Ertragswerts gerade nicht außer Betracht bleiben und es insbesondere auch im Terminal Value zu einer fiktiven Zurechnung kommt, wie der Zusammenstellung auf Seite 72 des Prüfungsberichts zu entnehmen ist.
- (d) Die Steuerbelastung thesaurierter Gewinne in Höhe von 13,1875 % - mithin des hälftigen Abgeltungssteuersatzes von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag – muss nicht korrigiert werden.

Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt



sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, S. 131; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11, S. 39 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 40 f.; ; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich.



- (e) Ein unangemessener Ansatz resultiert auch nicht aus den Ausführungen im Bewertungsgutachten von ... zum langfristigen Zufluss von Erträgen aus Aktienrückkäufen, weil diese zwar nicht von der Abgeltungssteuer betroffen sind, aber infolge der damit verbundenen Kurssteigerungen aller anderen Aktien ein Wertzuwachs dieser anderen Aktien zu beobachten ist, der dann aber gerade der Abgeltungssteuer unterliegt.
- b. Der Wert der Ausschüttungen nach persönlichen Ertragsteuern muss nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden, wobei dieser einer Korrektur bedarf. Mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten hergestellt werden.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

Nicht beanstandet werden kann auch die zum Teil gerügte Tatsache, dass die Ergebnisausschüttung jeweils zum 28.8. eines jeden Jahres erfolgt. Es muss von einer zahlungsstromorientierten Betrachtungsweise ausgegan-



gen werden, bei der Zahlungstermine realistisch anzunehmen sind. Der Gewinn des Vorjahres wird nicht zum Bilanzstichtag ausgeschüttet, sondern erst mit einem gewissen zeitlichen Nachlauf, der bedingt ist durch das Erfordernis der Aufstellung des Jahresabschlusses und den Beschluss der Hauptversammlung über die Gewinnverwendung gemäß § 174 AktG. An diese rechtlichen Vorgaben ist selbstverständlich auch ein Großaktionär gebunden. Daher ist die Vorgehensweise im Bewertungsgutachten unter Tz. 347, wie dies auch von den Abfindungsprüfern bestätigt wurde, nicht zu beanstanden (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 26.7.2007, Az. 31 Wx 99/06).

- (1) Der Basiszinssatz war unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank entsprechend der Svensson-Methode auf 2,5 % vor Steuern und demgemäß 1,84 % nach Steuern festzusetzen.
 - (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt



NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Auf dieser Basis ergab sich ausweislich der Ausführungen von im Termin vom 9.7.2015 ein Wert von exakt 2,53 % vor Steuern für den Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung vom 28.8.2013. Wenn dieser Wert dann auf 2,50 % abgerundet wird, bestehen hiergegen keine Bedenken. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenom-



mene (Ab-)Rundung auf 2,5 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14). Abgesehen davon wirkt sich die Abrundung zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt; Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13).



- (c) Ebenso wenig ist es geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr gesondert auszuweisen, die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13).

Aus demselben Grund muss auch nicht auf die durchschnittliche Laufzeit der Finanzierungskredite der GBW AG von zwei bis vier Jahren abgestellt werden.

- (d) Diesem Ansatz lässt sich nicht entgegenhalten, aus den Beispielen der PIIGS-Staaten ergebe sich die konkrete Gefahr einer Insolvenz auch der öffentlichen Hand. Auch hier gilt es zum einen zu berücksichtigen, dass es sich bei Anleihen der Bundesrepublik Deutschland um hinreichend (quasi-)sichere Papiere handelt. Zum anderen muss aber vor allem gesehen werden, dass infolge der Neuregelungen im Grundgesetz, die auch als „Schuldenbremse“ bezeichnet werden, die Gefahr eines Staatsbankrotts der Bundesrepublik Deutschland als in höchstem Maße unwahrscheinlich bezeichnet werden muss und folglich vernachlässigt werden kann.



- (e) Der im Vergleich zum Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens höhere Basiszinssatz kann der Entscheidung zugrunde gelegt werden; ein Verstoß gegen das Verbot der reformatio in peius kann darin nicht gesehen werden. Dies wäre nur dann der Fall, wenn das Gericht die angebotene Barabfindung nach unten korrigieren würde. Dies ist indes nicht der Fall. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre im Rahmen eines – wenn auch wesentlichen – Bewertungsparameters bei einzelnen Elementen, die den angemessenen Kapitalisierungszinssatz ermitteln sollen, nicht schlechter gestellt zu werden, kann nicht anerkannt werden. Der Schutz der Antragsteller sowie der übrigen Aktionäre wird hinreichend dadurch gewährleistet, dass eine Herabsetzung der festgesetzten Abfindungssumme im Spruchverfahren ausgeschlossen ist (so die einhellige Meinung; vgl. nur BGH NZG 2010, 1344, 1345 = AG 2010, 910, 911 = ZIP 2010, 2289, 2290 = WM 2010, 2225, 2226 = Der Konzern 2011, 36, 37; Drescher in: Spindler/Stilz. AktG, a.a.O., § 11 SpruchG Rn. 3; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 11 SpruchG Rn. 14; Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 11 SpruchG Rn. 6; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 11 SpruchG Rdn. 3).
- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und vorliegend nach Steuern auf 6,19 % im Jahr 2013, 6,2 % im Jahr 2014, 6,08 % im Jahr 2015, 6,01 % im Jahr 2016 sowie 5,97 % in der Phase der Ewigen Rente festgesetzt werden muss.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko



ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.
 - (aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Markttrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes



intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

- (bb) Die Kammer vermag der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen



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

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



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

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

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).

(cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamt-



würdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).

(b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.

(aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen.

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages.



Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; auch Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 72 f.).



Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamterwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen



Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.

Für den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern im Anwendungsbereich des (Tax-)CAPM sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die zurückgegriffen werden kann. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2014, 453, 455 = Der Konzern 2014, 172, 174 = NJW-RR 2014, 473, 474 f.; AG 2015,



508, 512 = ZIP 2015, 1166. 1170). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund gedrängt. Die Kammer erachtet den Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe, als jedenfalls nicht weniger gut geeignet, um die Marktrisikoprämie festzulegen.

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 % , die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.).

- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos herangezogene Beta-Faktor konnte aus einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmenseigene Beta nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Die fehlende Maßgeblichkeit des unternehmenseigenen Beta-Faktors beruht auf folgenden Erwägungen.



Gegen den Ansatz spricht bereits der t-Test mit seinen Ergebnissen. Dieser gibt Auskunft darüber, inwieweit die Marktrendite als unabhängige Variable Einfluss auf die Aktienrendite als abhängige Variable hat. Ein t-Wert für den jeweiligen Regressor – also die Rendite des Aktienindex – wird empirisch aus dem Regressionskoeffizienten Beta-Faktor und dessen Standardfaktor berechnet. Auf diese Art und Weise wird mit dem t-Test überprüft, ob der Beta-Faktor statistisch signifikant einen vom vorgegebenen Wert verschiedenen Wert annimmt. Somit kann ermittelt werden, ob aufgrund des ermittelten Stichproben-Beta mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit ausgeschlossen werden kann, dass das Beta Null ist (vgl. Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532). Vorliegend fehlte in vier von fünf Beobachtungszeiträumen dem t-Test die Signifikanz, wobei die Prüfer jeweils auf den letzten Freitag vor der Ad hoc-Mitteilung abstellten. Bei einer Betrachtungszeitraum von zwei, drei und vier Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen von fünf Jahren und von fünf Jahren mit monatlichen Renditeintervallen war das Ergebnis negativ; nur bei fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen konnte die Signifikanz bejaht werden.

Das Bestimmtheitsmaß R^2 als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex ergab in den selben Zeiträumen Werte von 0,000, 0,006, 0,007, 0,022 sowie von 0,044 gegen den CDAX als breitestem nationalen Index, wie dem Prüfungsbericht von [redacted] und den noch detaillierteren Ausführungen der Abfindungsprüfer im Termin vom 9.7.2015 zu entnehmen ist. Die Angabe im Protokoll der mündlichen Verhandlung für das letzte Jahr von 0,44 beruht auf einem Schreibversehen; auch dieses



Jahr wies lediglich 0,044 als Bestimmtheitsmaß auf. Demgemäß wird nur ein äußerst geringer Teil des Risikos dieser Aktie durch Marktfaktoren bestimmt. Diese Werte besagen nämlich, dass maximal 4,4 % - also fünfjähriger Beobachtungszeitraum bei monatlichen Renditeintervallen - der Variabilität der Rendite des CDAX die Variabilität der Rendite der W.E.T. AG zu erklären vermögen. Auch wenn teilweise Bedenken geäußert werden, allein wegen eines niedrigen Bestimmtheitsmaßes das originäre Beta im Einzelfall nicht heranzuziehen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532), kann das unternehmenseigene Beta der Gesellschaft, das von den Abfindungsprüfern bei dem einzigen Beobachtungszeitraum mit einem positiven t-Test bei einem Beobachtungszeitraum von fünf Jahren mit wöchentlichen Renditeintervallen und einem verschuldeten raw Beta von 0,29 ermittelt wurde, nicht herangezogen werden.

Entscheidend dagegen spricht nämlich die mangelnde Liquidität der Aktie der W.E.T. AG. Zum einen wurden die Aktien der W.E.T. AG über einen Zeitraum von fünf Jahren hinweg an weniger als 2/3 der üblichen Handelstage gehandelt. Eine Ausnahme bildete lediglich der Zeitraum vom 11.5.2010 bis zum 10.5.2011 mit einem Handel an 80 % der Börsentage. Zum anderen aber spricht der hohe Bid-Ask-Spread entscheidend gegen den Ansatz des originären Beta-Faktors. Dieser lag im Durchschnitt eines Jahres in den Jahren ab dem 12.5.2008 bis zum 10.5.2013 bei 2,3 %, 2,7 %, 3,6 % sowie in den beiden am nächsten zum Stichtag gelegenen Jahresintervallen jeweils bei 3,1 %, woraus sich dann über den Durchschnitt



der fünf Jahre ein Wert von 3,0 % errechnet. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Üblicherweise wird bei Bid-Ask-Spreads, die unter 1 % liegen, die Liquidität der Aktie bejaht. Angesichts eines Durchschnittswerts von 3,0 % muss die Liquidität der W.E.T.-Aktie verneint werden.

Gegen die Maßgeblichkeit des unternehmenseigenen Beta-Faktors spricht letztlich auch der Ansatz über die Peer Group mit Blick auf die unverschuldeten Beta-Faktoren dieser Vergleichsunternehmen. Die Unternehmen aus der von den Bewertungsgutachtern von zusammengestellten Peer Group wiesen einen unverschuldeten Beta-Faktor im Mittelwert von 1,2 und im Median von 1,4 auf; die um drei weitere Unternehmen ergänzte Peer-Group der Abfindungsprüfer wies einen unverschuldeten Beta-Faktor 1,28 im Mittel und 1,45 im Median auf. Dann aber zeigt sich ein deutlich überdurchschnittliches operatives Risiko von Unternehmen der Automobilzulieferindustrie, nachdem auch nur ein Unternehmen einen Beta-Faktor



aufwies, der mit 0,4 unverschuldet in der Nähe des signifikanten raw Beta der W.E.T. AG lag.

Der Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors von 1,2, der das operative Risiko widerspiegelt, über eine Peer Group im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM ist folglich nicht zu korrigieren, zumal im Interesse der Minderheitsaktionäre der niedrigste denkbare Wert angesetzt wurde, nachdem die sich aus insgesamt neun Unternehmen zusammensetzende Peer Group einen um 0,08 Prozentpunkte höheren Beta-Faktor auswies. Grundlegende Bedenken gegen die Zusammensetzung der Peer Group können nicht erhoben werden. Namentlich kann nicht eingewandt werden, es seien dabei zu viele Unternehmen mit Sitz im Ausland einbezogen worden, nachdem nur die Grammer AG in Deutschland ansässig ist. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12). Dies resultiert neben der Verflechtung der Kapital- und Aktienmärkte vor allem auch aus der Erwägung heraus, dass alle Unternehmen der Peer Group in gleicher Weise wie die W.E.T. AG auf internationalen Märkten tätig wird und wesentliche Teile ihres Umsatzes – wenn auch mit teilweise unterschiedlicher Gewichtung im Vergleich zur Gesellschaft – auf denselben Märkten wie die W.E.T. AG erzielen und zumindest auch in nicht unerheblichem Umfang Klimaprodukte produzieren oder dieselben Abnehmer wie die Gesellschaft haben. Denkbare Währungsschwankungen können kein zentrales Argument gegen die



Einbeziehung auch ausländischer Unternehmen sein, nachdem der Beta-Faktor jeweils gegen den breitesten nationalen Index abgeleitet wurde. Auch wiesen die Abfindungsprüfer darauf hin, beim Euro STOXX 600 verschuldete Beta-Faktoren in einer Größenordnung zwischen 1,2 und 1,4 ermittelt zu haben. Angesichts dieser Werte wird die Währungsproblematik keine zentrale Rolle spielen.

Die Aufnahme weiterer Unternehmen in die Peer Group war nicht geboten.

Dies gilt zunächst für die Eling Klinger AG, die trotz ihrer Ausrichtung als international aufgestellter Automobilzulieferer nicht in die Peer Group aufgenommen werden musste. In ihrem umsatzstärksten Segment „Erstausrüstung“ mit 80,4 % Umsatzanteil entwickelt, produziert und vertreibt dieses Unternehmen Teile und Baugruppen für Motoren, Getriebe- und Abgassysteme von Kraftfahrzeugen sowie Batterie- und Brennstoffzellkomponenten. Angesichts dieses Schwerpunktes im Bereich Antriebstechnik und Abgassysteme, die für jedes Fahrzeug als essentiell zu bezeichnen sind, kann eine Vergleichbarkeit mit der W.E.T. AG angesichts der anderen Unternehmen, die vor allem auch als vergleichbar eingestuft hat und auf deren Basis der Beta-Faktor errechnet wurde und deren Produktportfolio deutlich näher an dem der W.E.T. AG liegt, nicht bejaht werden.

Ebenso wenig mussten die Unternehmen MIBA, Rheinmetall, Aisin Seiki, Continental und Bridgestone in die Peer Group aufgenommen werden. Bei Bridgestone und Continental ergibt sich dies vor allem aus der Erwägung heraus, dass diese beiden Unternehmen um ein Vielfaches – Continental etwa 100-mal – größer sind als die W.E.T.



AG. Ein derartiger Größenunterschied rechtfertigt es jedenfalls denn die Vergleichbarkeit zu verneinen, wenn es Unternehmen gibt, die auch von ihrer Größe her mit der W.E.T. AG sehr viel besser vergleichbar sind. Rheinmetall ist zwar auch in dem Bereich Automotive tätig, hat jedoch einen weiteren Bereich in der Wehrtechnik und ist somit partiell ein Rüstungsunternehmen, was mit dem Geschäftsfeld der W.E.T. AG nicht ansatzweise verglichen werden kann.

Da die anderen von einigen Antragstellern genannten Unternehmen über die Auswahlkriterien nach dem Hauptsitz der Unternehmen und der Branche der Automobilzulieferer nicht identifiziert werden konnten, ist für die Kammer nicht erkennbar, warum ihre Vergleichbarkeit mit der Gesellschaft angenommen werden könnte.

Takata erwirtschaftet zwar das Zehnfache an Umsatz, hat aber im Gesamtbild ähnliche Kundenstrukturen, ähnliche Teilnehmer und ähnliche Regionalität, weshalb dieses Unternehmen in die Peer Group aufgenommen werden konnte.

Die gebildeten Rückstellungen bei der W.E.T. AG wie auch die Existenz der langfristigen Verträge rechtfertigen nicht die Reduzierung des Risikozuschlages. Sie werden nämlich innerhalb des (Tax-)CAPM über den Beta-Faktor abgeleitet, nachdem beide Positionen das operative Risiko der Gesellschaft betreffen.

Neben dem operativen Risiko muss indes auch das Finanzierungsstrukturrisiko beim unternehmensindividuellen Risiko, das über den Beta-Faktor ermittelt wird, einfließen. Demgemäß erhöht sich das Risiko der Eigenkapitalgeber



mit steigender Verschuldung des Unternehmens, weshalb dann der operative unverschuldete Beta-Faktor entsprechend angepasst werden muss. Angesichts des vergleichsweise niedrigen Verschuldungsgrades, der zudem infolge der Verwendung thesaurierter Beträge zur Reduzierung von Verbindlichkeiten weiter sinken wird, kann das verschuldete Beta nur geringfügig höher liegen, wobei dieses dann auch noch ab dem Jahr 2014 rückläufig angesetzt werden muss. Der Umstand, dass der verschuldete Beta-Faktor im Terminal Value um 0,01 Prozentpunkte unter dem unverschuldeten liegt, resultiert aus einem Überschuss an freier Liquidität in der Ewigen Rente.

- (c) Die auf diese Art und Weise ermittelten Risikozuschläge für die einzelnen Geschäftsjahre und die Ewige Rente stehen in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der W.E.T. AG am Markt ergebenden Risiken, die auch unter Berücksichtigung ihrer positiven Finanzierungsstruktur über dem Marktdurchschnitt liegen. Die Gesellschaft ist als Automobilzulieferer in einer Branche tätig, die einer starken Zyklizität ausgesetzt und folglich anfällig für konjunkturelle Risiken und Schwankungen ist. Gerade dieser Umstand zeigte sich anhand der Auswirkungen der Finanz- und Weltwirtschaftskrise, als auch die Gesellschaft – wie aus dem Verfahren vor dem erkennenden Gericht über die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, Az. 5HK O 7455/13 bekannt ist – erhebliche Verluste erwirtschaftete. Andererseits erholte sich der Markt im Jahr 2010 überraschend schnell, wovon dann auch die W.E.T. AG profitierte. Zudem muss in diesem Zusammenhang auch die starke Stellung der Automobilhersteller als ein das Risiko erhöhender Faktor in die Bewertung einfließen. Über ihre Preis- und sonstige Geschäftspolitik üben die OEM starken Einfluss auf die Zulieferer wie die



W.E.T. AG aus. Zum einen können sie angesichts der oligopolistischen Struktur des Marktes mit einer überschaubaren Zahl potenzieller Abnehmer der Zulieferunternehmen Druck auf die Preise ausüben, nachdem eine Exklusivstellung eines Zulieferers nicht die Regel ist; dadurch ist das Erreichen des Margenziels einem nicht unerheblichen Risiko ausgesetzt. Nicht ausgeschlossen werden kann auch, dass sich Standortvorteile in Niedriglohnländern und Schwellenländern reduzieren, weil auch dort die Löhne kräftiger ansteigen werden. Politische Risiken an den Produktionsstandorten müssen realistisch betrachtet werden.

Dem stehen zwar durchaus auch positive Aspekte gegenüber, die indes nicht dazu führen, dass ein auch nur dem Marktdurchschnitt entsprechendes Risiko angenommen werden kann. Neben der positiven Finanzierungsstruktur gehören dazu die aktuell gute Positionierung der Gesellschaft am Markt und das Auftreten von Chancen auch außerhalb des Premiumsegments bei Herstellern, die ihren Schwerpunkt eher im Bereich der Mittelklassewagen und der kleineren Fahrzeuge haben, auch wenn dort die Marge eher geringer sein wird. Die Gesellschaft besitzt zudem eine gute Marktposition.

Insgesamt müssen indes die Risiken als leicht überwiegend angesehen werden, weshalb der Risikozuschlag zutreffend etwas über dem Marktdurchschnitt angesetzt werden muss. Allein aus der Existenz eines Großaktionärs lässt sich nicht auf ein deutlich reduziertes Risiko schließen. Zum einen ist zu beachten, dass die Antragsgegnerin bis zum Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages über keinerlei rechtliche Weisungsmöglichkeiten in Bezug auf die W.E.T. AG verfügte. Selbst bei Bejahung eines faktischen Konzerns zwischen diesen beiden Gesellschaften hätte die Antragsgegnerin keine Möglichkeit, verbindliche Weisungen zu erteilen. Zudem



senkt die Existenz eines Großaktionärs nicht das unternehmerische Risiko des Unternehmens, zumal aus Sicht der Aktionäre der abhängigen Gesellschaft noch das Insolvenzrisiko des Großaktionärs als zusätzliches Risiko zu beachten ist. Allein das Vorhandensein eines Großaktionärs ändert nichts an dem Umstand, dass es sich bei einer Aktie um ein Risikopapier handelt (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 379 = Der Konzern 2007, 356, 360; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2012, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12).

- (3) Der mit 1 % angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden. Soweit im Bewertungsgutachten ein (gerundeter) Wert von 0,9 % herangezogen wurde, beruht dies auf der unterstellten Besteuerung des Wertbeitrages aus Thesaurierung in Höhe von 13,1875 %.
 - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe



Der Konzern 2015, 442, 450 f.). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Gerade bei den Möglichkeiten, Kostensteigerungen auf die Abnehmer der W.E.T. – im Wesentlichen also die OEM – umzulegen, muss die strukturelle Lage des Marktes gesehen werden, in der die Abnehmer der Gesellschaft eine starke Marktposition haben. Aus diesem Grund kann nicht davon ausgegangen werden, es werde der W.E.T. AG als Zulieferer regelmäßig gelingen, die beschaffungssseitig zu erwartenden Kostensteigerungen angesichts der Verhandlungsstärke der Automobilhersteller in vollem Umfang auf diese abzuwälzen.

Ein dauerhaftes Wachstum eines einzelnen Unternehmens außerhalb des Wachstums in der gesamten Volkswirtschaft im Rahmen der Ewigen Rente muss zudem als widersprüchlich bezeichnet werden, weil in diesem Fall das Unternehmen unendlich lange stärker als die Volkswirtschaft wachsen würde; dieser Ansatz ist nicht nachvollziehbar (so OLG Frankfurt Der Konzern 2012, 199, 209), wobei auch hier zu berücksichtigen ist, dass die Gesellschaft in einem engen Markt tätig ist. Gegen einen höheren Wachstumsabschlag spricht weiterhin die Über-



legung, dass mit diesem Wert von 1 % ein Durchschnittswachstum angesetzt wird und es gerade auch angesichts der geschilderten konjunkturellen Abhängigkeit der W.E.T. AG sehr wohl denkbar ist, dass in den Jahren der Ewigen Rente es zu niedrigeren Wachstumsraten der Überschüsse oder gar zu Jahresfehlbeträgen kommen kann.

Bei der Festlegung des Wachstumsabschlags muss vor allem auch gesehen werden, dass ein stetiger linearer Trend nach oben angesichts der Konjunkturanfälligkeit der Automobilbranche einschließlich ihrer Zulieferer nicht angenommen werden kann. Etwas anderes lässt sich auch nicht aus dem prognostizierten PKW-Absatz in China und Indien ableiten. Für den Zeitraum der Ewigen Rente kann nicht von Wachstumsraten von 7,4 % bzw. 11 % in diesen beiden Ländern ausgegangen werden. Dies zeigen bereits die Studien von IHS, die für die Jahre 2017 und 2018 in der für die W.E.T. AG relevanten Regionen von einem Wachstum von insgesamt 2,9 % und für Asien von 3,4 % ausgehen. Auch muss gesehen werden, dass die Mengenzahlen der IHS konzeptionell keine Rücksetzer ausweisen, wie sie allerdings erfahrungsgemäß erwartet werden müssen.

- (b) Selbst wenn dieses inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte, von der zum Stichtag ausgegangen wurde, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf ein dauerhaft real schrumpfendes Unternehmen. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung



zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingtem Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08, S. 55 f.; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12, S. 56).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus anderen Verfahren bekannt ist. Dies gilt zunächst für eine Dissertation von Bork. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von Creutzmann lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.

- (c) Der Abzug von 0,13 Prozentpunkten vom Wachstumsabschlag führt nicht zu einer doppelten Berücksichtigung der persönlichen Ertragssteuern von 13,1875 % in der Ewigen Rente.



- (aa) Dieser seitens der Bewertungsgutachter von gewählte Ansatz beruht auf der ökonomischen Annahme, dass sich Wachstum auch in Kursrenditen niederschlägt, die dann zu versteuern sind, wobei auch hier von einer langen durchschnittlichen Haltedauer ausgegangen wird entsprechend den obigen Ausführungen zur Besteuerung der fiktiven Zurechnung aus Thesaurierung.
- (bb) Damit ist aber gerade keine doppelte Berücksichtigung der persönlichen Ertragsteuern im Terminal Value verbunden. Bei der Ableitung der zur Finanzierung des Bilanzwachstums in der Ewigen Rente erforderlichen Thesaurierungen wurde vom Bewertungsgutachter bereits ein um die persönlichen Ertragssteuern gekürzter Wachstumsabschlag herangezogen, weshalb keine doppelte Berücksichtigung von Ertragsteuern erfolgte. So ist zur Ermittlung der zur Finanzierung des Bilanzwachstums erforderlichen Thesaurierung grundsätzlich der nicht um die persönliche Ertragssteuer gekürzte Wachstumsabschlag relevant. Mit dieser Vorgehensweise soll Steuerneutralität hergestellt werden. Wertgleich hätte auch zunächst die erforderliche Thesaurierung, die sich auf der Grundlage des nicht um die persönliche Ertragsteuer gekürzten Wachstumsabschlags ergibt, abgezogen und anschließend die persönliche Ertragsteuer auf die dann verbleibenden Thesaurierungen gerechnet werden können. Demgemäß ergab eine Kontrollrechnung der Abfindungsprüfer auch als Ergebnis, dass sich dabei dieselbe zu diskontierende Größe ergibt, wie sie dies in ihrem Ergänzungsgutachten vom 21.8.2015 dargestellt haben.



Somit ergibt sich folgender Ertragswert der W.E.T. AG aus dem Ertragswert der Ausschüttungen und der fiktiven Zurechnung:

W.E.T. Gruppe Nettoausschüttungen	Forecast	PLAN			Ewige Rente
	2013 T€	2014 T€	2015 T€	2016 T€	2017 ff. T€
EBIT nach Plananpassungen	33.631	43.506	45.818	46.433	37.641
Zinserträge	31	20	20	20	20
Zinsaufwendungen	-616	-377	-249	-154	-109
EBT	33.046	43.149	45.589	46.299	37.552
Unternehmenssteuern	-6.698	-11.343	-11.025	-12.276	-10.083
Ergebnis nach Steuern	26.348	31.805	34.564	34.022	27.469
Thesaurierung	22.791	15.146	10.369	10.207	13.735
Ausschüttung	3.557	16.659	24.195	23.815	13.735
Persönliche Ertragsteuer auf Ausschüttung	-938	-4.394	-6.381	-6.281	-3.623
Ausschüttung nach persönlichen Ertragsteuern	2.619	12.266	17.813	17.534	10.112
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	-	-	1.970	10.002	13.735
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	-	-	-260	-1.319	-1.811
Veränderung Net Debt	-	-	-	-	-13
zu diskontierende Nettoausschüttungen	2.619	12.266	19.524	26.218	22.022

W.E.T. AG Ertragswert Ausschüttungen	2013	2014	2015	2016	2017 ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Ausschüttung nach persönlichen Ertragsteuern	2.619	12.266	17.813	17.534	10.112
Kapitalisierungszinssatz	8,03%	8,04%	7,92%	7,85%	6,94%
Barwertfaktor	0,880	0,814	0,755	0,700	10,076
Barwert der Ausschüttung	2.304	9.988	13.444	12.268	101.894
Barwert zum 1. Januar 2013	139.895				
Aufzinsungsfaktor	1,052122				
Ertragswert zum 28. August 2013	139.895				

W.E.T. Gruppe Ertragswert fiktive Zurechnung	2013	2014	2015	2016	2017 ff.
	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €	Mio. €
Fiktive Zurechnung	-	-	1.710	8.683	11.910
Kapitalisierungszinssatz	8,03%	8,04%	7,92%	7,85%	6,94%
Barwertfaktor	0,962	0,890	0,825	0,765	11,019
Barwert zum 1. Januar 2013	0	0	1.401	6.624	131.240
Barwert zum 1. Januar 2013	139.295				
Aufzinsungsfaktor	1,052				
Ertragswert zum 28. August 2013	139.295				



- c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde ebenso wie die Sonderwerte zutreffend zum bewertungstechnischen Stichtag mit einem Betrag von € 11,348 Mio. ermittelt und anschließend auf den Stichtag der Hauptversammlung aufgezinst.
- (1) Zutreffenderweise wurde für den Ansatz der Steuervorteile in Kanada ein Sonderwert von € 2,408 Mio. angesetzt. Während in der Detailplanungsphase diese Steuervorteile in die Steuerplanung eingeflossen sind, ergibt sich der Sonderwert aus der Diskontierung der Steuerersparnis im Terminal Value entsprechend den Schätzungen des Managements. Dabei ist von qualifizierten Aufwendungen in Höhe von US-\$ 2 Mio. auszugehen, die dann mit dem in der Planung hinterlegten Kurs von 0,80 umgerechnet wurden.
 - (2) Nicht korrekturbedürftig ist die Schätzung des Nettoeffekts aus den Risiken des Rechtsstreits um die Korrekturen der Währungsswaps mit der UniCredit Bank AG. Dabei wurden die Erfolgswahrscheinlichkeiten auf der Grundlage einer Stellungnahme der Rechtsanwälte angesetzt, nachdem zum Stichtag der Hauptversammlung eine Entscheidung über die Berufung gegen ein erstinstanzliches Urteil des Landgerichts München I noch ausstand. Diese Vorgehensweise über eine Risikoeinschätzung als unternehmerische Entscheidung auf der Grundlage einer fachlich qualifizierten Stellungnahme kann nicht infrage gestellt werden, wobei die Chance eines Obsiegens mit 65 % angesetzt wurde, woraus ein positiver Werteffekt abgeleitet wurde, weshalb dieser Ansatz nicht nachteilig für die Minderheitsaktionäre ist.
 - (3) Die zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gehörenden Immobilien in Odelzhausen und in Ungarn waren mit einem Wert von € 5,657 Mio. anzusetzen. Allein der Umstand, dass der Wert um mehr als 18 % unterhalb der Anschaffungs- und Herstellungskosten liegt, kann nicht zur Annahme einer Unterbewertung der Immobilien füh-



ren. Die Abfindungsprüfer verwiesen darauf, dass der Zeitwert entsprechend den IFRS-Grundsätzen ermittelt wurde. Dabei kann der Anschaffungswert nicht immer erhalten werden, was namentlich für die Immobilie in Odelzhausen gilt, bei der erheblicher Modernisierungsbedarf bestand.

- (4) Weitere Sonderwerte oder darüber hinausgehendes nicht betriebsnotwendiges Vermögen mussten in die Ermittlung des Unternehmenswertes nicht einfließen.
 - (a) Dies gilt zunächst für die Liquidität. Nach der integrierten Planung der Gesellschaft und den Annahmen zur Verschuldung unter Einschluss auch der Cash flow-Planung waren € 8 Mio. als regelmäßig erforderliche Liquidität angesetzt, wovon € 4 Mio. im Zinsergebnis enthalten sind. Die weiteren € 4 Mio. waren nicht verzinst, können aber auch nicht ausgeschüttet werden, weil bei einem Umsatz von € 500 Mio. gegebenenfalls kurzfristig Zahlungen geleistet werden müssen.
 - (b) Der Wert der Marke „W.E.T.“ kann nicht als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).



- (c) Kurzfristige Steuererstattungsansprüche sind regelmäßig als betriebsnotwendig einzustufen; daher würde eine Berücksichtigung als Sonderwert eine unzulässige Doppelerfassung nach sich ziehen.
- (d) Effekte aus der Auflösung von Gewinn- und Kapitalrücklagen mussten nicht als Sonderwert einfließen. Diese gehören zum Eigenkapital der Gesellschaft, das sich als Saldo aus Vermögen und Schulden darstellt und folglich keinen eigenen Vermögenswert darstellen kann. Zudem könnten derartige Maßnahmen ohnehin nur dann in die Unternehmensbewertung einfließen, wenn sie zum Stichtag der Hauptversammlung bereits in der Wurzel angelegt sind, wofür keinerlei Anhaltspunkte bestehen. Mögliche, aber noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind demnach nicht zu berücksichtigen, was auch für die Auflösung bestimmter Rücklagen oder Beschlüsse der Hauptversammlung zur Herabsetzung des Kapitals gelten muss.

Somit ergibt sich folgender Unternehmenswert der W.E.T. AG:

W.E.T. AG	
Unternehmenswert	
Ertragswert	279.190
Nicht betriebsnotwendiges Vermögen	5.657
SR&ED	2.408
Nettoeffekt CRS Korrektur	3.283
Unternehmenswert zum 31. Januar 2013	290.538
Aufzinsungsfaktor	1,052
Unternehmenswert zum 28. August 2013	305.582
Anzahl Aktien	3.200.000
Wert je Aktie	95,50



Angesichts dessen war die angemessene Barabfindung angesichts eines Unternehmenswerts zum Stichtag der Hauptversammlung in Höhe von 305,682 Mio. auf € 95,53 festzusetzen. Da diese um ca. 6,0 % über dem im Beschluss der Hauptversammlung festgelegten Betrag liegt, musste auch eine Erhöhung ausgesprochen werden. Dem kann nicht die Überlegung entgegengehalten werden, angesichts der auf § 287 Abs. 2 ZPO beruhenden Schätzung liege die Erhöhung noch innerhalb einer zulässigen Bandbreite, die die Angemessenheit der Kompensation nicht in Frage stelle. Es ist nämlich nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht auf der Basis von § 287 Abs. 1 ZPO nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf; Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (in diese Richtung: OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puzkajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Da die Grenze von 5 % allerdings wie hier nicht unerheblich überschritten wird, muss insbesondere auch unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts der Minderheitsaktionäre aus Art. 14 Abs. 1 GG eine Erhöhung erfolgen.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung als € 95,53 je Aktie nicht rechtfertigen.
 - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs, nachdem dieser entsprechend den Angaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht mit € 82,94 unter dem Ertragswert lag.



- (1) Der Ansatz eines Börsenkurses von € 82,94 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe des von der Antragsgegnerin förmlich gestellten Verlangens nach § 327 a AktG zur Übertragung der Aktien am 22.3.2013 durch die W.E.T. AG ist rechtlich zutreffend erfolgt und führt daher zu keiner höheren Barabfindung.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010,



629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 45; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

Die Drei-Monats-Frist lief angesichts der Bekanntgabe des Squeeze out-Verlangens am 22.3.2013 vom 22.12.2012, bis zum 21.3.2013, also bis zu dem Tag vor der Bekanntgabe an die Kapitalmärkte. Da die Hauptversammlung am 28.8.2013 stattfand, also etwas mehr als fünf Monate nach dem Ende des Referenzzeitraums, kann auch ein längerer Zeitraum, der eine Hochrechnung des Börsenkurses erforderlich machen würde, nicht angenommen werden (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von etwas mehr als fünf Monaten im üblichen Rahmen dessen,



was realistischerweise – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeeck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

Auch wenn in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens. Deshalb muss mit der Rechtsprechung und überwiegenden Literaturmeinung davon ausgegangen werden, dass jedenfalls ein Zeitraum bis zu sechs Monaten keinesfalls eine Hochrechnung erforderlich machen kann. Andernfalls gingen auch wieder die Vorteile, die mit der auf den Bekanntmachungszeitpunkt abstellenden Referenzperiode verbunden sind, verloren (vgl. OLG Frankfurt AG 2011, 832, 833 = Der Konzern 2011, 427, 429; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.01.2011, Az. 20 W 3/09 – zit. nach Juris; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Bungert BB 2010, 2227, 2229; Bückner NZG 2010, 967, 970).

- (2) Angesichts der zutreffenden Ableitung des Börsenkurses aus dem soeben beschriebenen Referenzzeitraum kann es keine Rolle spie-



len, ob der Börsenkurs im weiteren Verlauf nach der Bekanntgabe und insbesondere vor der Einstellung des Börsenhandels deutlich oberhalb der von der Hauptversammlung festgesetzten Barabfindung oder auch über der nunmehr von der Kammer festgesetzten Barabfindung lag. Die Höhe dieser Kurse spielt bei der Bemessung der Barabfindung nämlich keine Rolle mehr und ist folglich nicht entscheidungserheblich, weshalb nicht darauf eingegangen werden muss, inwieweit die Höhe von den Antragstellern noch näher hätte konkretisiert werden müssen oder nicht.

- b. Der Ansatz einer höheren Barabfindung ergibt sich auch nicht aus dem Liquidationswert, nachdem dieser nach den Ausführungen im Bewertungsgutachten von weniger als 20 % des Ertragswerts ausmacht.

- (1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 761). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze anzusehen, wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I, Beschluss vom 31.10.2007, 5HK O 16022/07; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK



O 20316/09; Beschluss vom 21.11.2015, Az. 5HK O 5593/14; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Vorliegend erwirtschaftete die W.E.T. AG in den Jahren der Vergangenheitsanalyse Überschüsse. Demgemäß ging die Planung auch für die Detailplanungsphase ebenso wie im Terminal Value stets von nicht unerheblichen Jahresüberschüssen aus. Dann aber bestand keinerlei Notwendigkeit, das Unternehmen zu liquidieren; vielmehr war ersichtlich die Fortführung des Unternehmens geplant. Dies aber bedeutet, dass bei Zugrundelegung eines höheren Liquidationserlöses die Antragsteller einen Wert erhielten, auf dessen Realisierung sie ohne die aktienrechtliche Strukturmaßnahme wie hier den Squeeze out keinerlei Aussicht gehabt hätten.

- (2) Abgesehen davon muss es bei realistischer Betrachtungsweise als ausgeschlossen angesehen werden, dass eine detaillierte Ermittlung des Liquidationswertes zu einem mehr als fünf Mal so hoch liegenden Wert kommen könnte als er nach den überschlägigen Ermittlungen errechnet wurde.
- c. Vorerwerbspreise, die die Antragsgegnerin zahlte, sind für die Ermittlung der Barabfindung rechtlich ohne Bedeutung.

Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in : Em-



merich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 48 f.; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 57 f.; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Vetter AG 1999, 569, 572).

- d. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatli-



chungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle; BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = ZNG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577 = Der Konzern 2007, 524, 525; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 a Rdn. 7). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13).

- e. Aus der Kapitalisierung der Ausgleichszahlung, wie sie im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 18.6.2011 festgesetzt wurde, lässt sich eine höhere Barabfindung aus tatsächlichen wie aus rechtlichen Gründen nicht ableiten. Zum einen haben die Bewertungsgutachter von aus dieser Ausgleichszahlung in Höhe von € 3,71 brutto je Aktie einen kapitalisierten Wert von € 50,72 abgeleitet, der deutlich unter der angemessenen Barabfindung liegt. Zum anderen muss rechtlich davon ausgegangen werden, dass dieser Ansatz über eine Verrentung des Ausgleichsanspruchs nicht geeignet ist, die angemessene Barabfindung im Sinne des § 327 b Abs. 1 AktG zu ermitteln. Der Ansatz einer Verrentung des Ausgleichsanspruches aus dem Gewinnabführungsvertrag stellt sich nämlich nicht als geeigneter Weg dar, um die angemessene Barabfindung



zu bestimmen. Soweit hier in Rechtsprechung und Literatur eine abweichende Auffassung vertreten wird (vgl. insbesondere OLG Frankfurt NZG 2010, 664, 665; Leyendecker NZG 2010, 927 ff.) vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Die Annahme der Verrentung des Ausgleichsanspruches widerspricht zum einen dem Stichtagsprinzip. Die Abfindung nach § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die Verhältnisse der Gesellschaft zum Stichtag der Hauptversammlung berücksichtigen, während der der entsprechende Beschluss über den Squeeze Out gefasst wird. Bei einer Verrentung des Barwerts des Ausgleichs käme es dagegen zum einen zu einer Zementierung der Verhältnisse der Hauptversammlung, die über den Gewinnabführungsvertrag zu einem früheren Zeitpunkt beschlossen hat. Veränderungen im Unternehmenswert aufgrund der Konzernierung liegen im Risikobereich des Aktionärs, der sich für den Ausgleich entschließt. Zum anderen fließen in die Festlegung des Ausgleichs nicht die Vermögenswerte ein, die keinen Einfluss auf den Unternehmensertrag haben; bei der Festsetzung des Ausgleichs wird nämlich das nicht betriebsnotwendige Vermögen nicht berücksichtigt. Die Möglichkeiten der Veräußerung nicht betriebsnotwendigen Vermögens, der Auflösung stiller Reserven sowie die Abführung an sich anfallender Gewinne müssen nicht dazu führen, dass solche Vermögenswerte zum maßgeblichen Stichtag dem abhängigen Unternehmen bereits tatsächlich entzogen worden wären. Die Beschränkung der Barabfindung auf den Kapitalwert des Ausgleichs wird somit insbesondere auch nicht dem Grundsatz gerecht, dass der volle Wert der Beteiligung am Unternehmen zu entschädigen ist. Deshalb kann der Barwert des Ausgleichs auch nicht als Untergrenze der Barabfindung beim Squeeze Out herangezogen werden. Wer den Ausgleich wählt, ist Inhaber eines Anteils dessen Wert durch die Ergebnisse und den Verlauf des Unternehmensvertrages bestimmt sind (wie hier OLG München ZIP 2007, 375, 376; OLG Düsseldorf NZG 2012, 1181, 1183 = AG 2012, 716, 718 f. = ZIP 2012, 1713, 1715 f. = Der Konzern 2012, 521, 525 f.; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 4; Popp AG 2010, 1, 8 ff.).



3. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst.

a. Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

(1) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn.4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in zwei Anhörungsterminen und den aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß § 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG



nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanke in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.



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

- (2) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer. Sowohl als auch verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Im Rahmen ihrer Prüfungshandlungen haben sie auch anderslautende Ansätze gewählt, um die Erkenntnisse der Bewertungsgutachter von zu verifizieren, was sich insbesondere an der Peer Group zeigt, als sie weitere Vergleichsunternehmen



identifizierten, die von den Bewertungsgutachtern nicht aufgenommen wurden. Dieser Umstand zeigt deutlich, dass sie sich ihrer Aufgabe und Funktion als Prüfer in vollem Umfang bewusst waren und die Feststellungen aus dem Bewertungsgutachten kritisch durchleuchtet haben. Im Rahmen ihrer mündlichen Anhörung wie auch in ihren beiden ergänzenden Stellungnahmen haben die Vertragsprüfer sich eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen auseinandergesetzt.

Deshalb besteht kein weiterer Aufklärungsbedarf durch Einholung eines weiteren Gutachtens zu Einzelaspekten der Unternehmensbewertung.

- b. Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht veranlasst, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind.
- (1) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O. 21386/12). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung



im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiiertes Einwendungen bildet.

- (2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin sowie der Abfindungsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Ar-



beitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

(3) Soweit die Vorlage näher bezeichnete Unterlagen gefordert wurde, musste diesem Verlangen gleichfalls nicht entsprochen werden.

(a) Dies gilt namentlich für die von den Antragstellern zu 9) und zu 10) beantragte Vorlage der alten Planungsunterlagen aus dem Herbst 2012 für die Jahre 2013 bis 2015. Insoweit fehlt es nämlich an der Entscheidungserheblichkeit, weil diese Planung der Ermittlung des Ertragswerts gerade nicht zugrunde gelegt wurde, sondern – wie oben unter B. II. 1. a. (1) (d) – ausgeführt eine Aktualisierung infolge neuer Erkenntnisse vorgenommen wurde.

(b) Hinsichtlich der Vorlage von näher bezeichneten Unterlagen zum Produktmix kann auf die obigen Ausführungen unter B. II. 1. a. (2) (c) (aa) verwiesen werden, wo dargelegt wurde, warum eine Vorlage zu unterbleiben hat.

4. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 6.11.2013 erfolgte. Da die Zinspflicht mit



Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 320 b Rdn. 11), war die Verzinsung ab dem 7.11.2012 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1330 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06, S. 56; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11, S. 59 f.; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

- b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG, n. F., weil das Verfahren nach dem 01.08.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; demgemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen.



- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG. Demnach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Auch wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung von ca. 6 % kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.).
2. Der Geschäftswert musste in Anwendung von § 74 S. 1 GNotKG auf den Mindestwert von € 200.000,-- festgesetzt werden. Von dem Squeeze out waren insgesamt 16.147 außenstehende Aktien betroffen, weshalb bei einer Multiplikation dieser Aktienzahl mit dem Erhöhungsbetrag von € 5,48 ein rechnerischer



Wert von € 88.485,56 anzusetzen wäre; da dieser unter dem Mindestwert von € 200.000,-- liegt, musste der Mindestwert aus § 74 S. 1 GNotKG angenommen werden.

Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die gesondert zu erfolgende Festsetzung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters.