

Aktenzeichen:  
31 O 36/16 KfHSpruchG



Landgericht Stuttgart

## **Beschluss**

In dem Rechtsstreit



## Gründe:

### A.

#### I. Sachverhalt

Gegenstand des vorliegenden Spruchverfahrens ist die Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung anlässlich der am 31. Mai 2016 beschlossenen verschmelzungsrechtlichen Übertragung von Aktien der Gruschwitz Textilwerke AG mit Sitz in Leutkirch im Allgäu auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin. Die Antragsteller begehren die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung.

#### 1. Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse i.w.S. bis zum verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out“

##### a. Gruschwitz Textilwerke AG

Die Gruschwitz Textilwerke Aktiengesellschaft mit Sitz in Leutkirch im Allgäu (nachfolgend: „Gesellschaft“) war bis zur Verschmelzung auf die Antragsgegnerin unter HRB 610651 im Handelsregister des Amtsgerichts Ulm eingetragen. Satzungsmäßiger Unternehmensgegenstand waren „Herstellung, Veredelung und Großhandel von bzw. mit textilen Erzeugnissen aller Art“, auch über Tochter- bzw. Beteiligungsgesellschaften (vgl. Handelsregisterauszug, Anl. AG 3). Das operative Geschäft wird von der 100%igen Tochtergesellschaft Gruschwitz GmbH Tech-Twists betrieben.

Das Grundkapital der Gesellschaft betrug 168.000 EUR und war in 168.000 auf den Inhaber lautende Stammaktien im Nennbetrag von je 1,00 EUR eingeteilt. Zum 30. Oktober 2015 befanden sich noch 9.676 Aktien (rund 5,8%) im Streubesitz (Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin vom 08. April 2019, nachfolgend „PB“, Seite 33).

Die Aktien der Gesellschaft konnten an der Börse gehandelt werden. Seit 29. Dezember 2011 waren die Aktien nicht mehr im regulierten Markt der Börse Berlin notiert, sondern in den Teilbereich Entry Standard des Open Market der Frankfurter Wertpapierbörse sowie in den Freiverkehr der Wertpapierbörse Berlin einbezogen (PB Seite 27). Im Zeitraum vom 30. Juli 2015 bis 29. Oktober 2015, einen Tag vor Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out“, waren an sämtlichen deutschen Börsenplätzen lediglich an vier von 66 Börsentagen Umsätze zu verzeichnen, und es wurden insgesamt 48 Aktien (rund 0,5% des Streubesitzes) mit einem Handelsumsatz von insgesamt 4.276 EUR gehandelt. Der umsatzgewichtete durchschnittliche Börsenkurs für diesen Zeitraum beträgt 89,08 EUR (Übertragungsbericht Seite 7, 38 f.).

**b. Antragsgegnerin**

Die (nachfolgend: „Antragsgegnerin“), die ihren Sitz früher in Neu-Ulm hatte und unter beim Amtsgericht Memmingen eingetragen war, verlegte 2015 ihren Sitz nach Blaubeuren und ist seitdem unter im Handelsregister des Amtsgerichts Ulm eingetragen. Seit der Einbringung der vom Alleinaktionär der gehaltenen Aktien an der Gruschwitz Textilwerke AG in die im Jahr 2015 ist letztere mit 158.324 Aktien, also zu rund 94,24% an der Gesellschaft beteiligt (vgl. Übertragungsbericht Seite 1 und 3; Anl. AG 3; von Amts wegen eingeholte aktuelle Handelsregisterauszüge).

**2. Vorbereitung des Übertragungsbeschlusses und der Verschmelzung**

Am **30. Oktober 2015** teilte die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin der Gesellschaft mit, dass sie entschieden habe, eine Verschmelzung der Gesellschaft auf die Hauptaktionärin als übernehmenden Rechtsträger durchführen und die Minderheitsaktionäre gegen angemessene Abfindung ausschließen zu wollen (Verlangen gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG) (Anl. 1 zum Übertragungsbericht). Noch am selben Tag vor Börsenschluss gab die Gruschwitz AG dies öffentlich bekannt (Übertragungsbericht Seite 38).

Am **02. November 2015** beauftragte die Antragsgegnerin (nachfolgend: „Bewertungsgutachterin“) mit der Erstattung eines Gutachtens zur Ermittlung des Barabfindungsanspruchs.

Am **03. November 2016** ging beim Landgericht Stuttgart ein Antrag der Antragsgegnerin auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers zur Prüfung der Angemessenheit der Abfindung der Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der von ihnen gehaltenen Aktien auf die Hauptaktionärin ein (§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 Satz 3, 4 AktG). Das Landgericht Stuttgart bestellte mit Beschluss vom **09. November 2016**

(Sachbearbeiter: sowohl zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung als auch zum gemeinsamen Verschmelzungsprüfer (31 O 136/15 KfH AktG, zur Beiziehung der Akte vgl. Bl. 671 d.A.).

Das Gutachten der Bewertungsgutachterin lag am **07. April 2016** vor. Sie führt darin aus, dass sich der nach dem Ertragswertverfahren ermittelte Unternehmenswert zum Stichtag 31. Mai 2016 (geplanter Tag der Hauptversammlung, die den Übertragungsbeschluss fassen sollte) auf 14.170 TEUR belaufe, woraus sich ein Wert pro Aktie von 84,35 EUR ergebe. Der Ertragswertberechnung liegt ein Basiszinssatz vor Steuern von gerundet 1,00 %, eine Marktrisikoprämie von 5,50 % vor Steuern, ein unverschuldeter Betafaktor von 0,80 und ein

Wachstumsabschlag von 0,75 % zugrunde. Ein Grundstück wurde als nicht betriebsnotwendiges Vermögen berücksichtigt (BewGA Seite 67, Seite 69 Tz. 240).

Noch am **07. April 2016** schlossen die Gesellschaft als übertragender Rechtsträger und die Hauptaktionärin als übernehmender Rechtsträger einen notariell beurkundeten Verschmelzungsvertrag. Der Vertrag sah die Übertragung des Vermögens der Gesellschaft als Ganzes unter Auflösung ohne Abwicklung gemäß §§ 2 Nr. 1, 4 ff., 60 ff. UmwG auf die Hauptaktionärin vor (Verschmelzung durch Aufnahme). Er stand unter der aufschiebenden Bedingung, dass der innerhalb der Dreimonatsfrist des § 62 Abs. 5 UmwG zu fassende Hauptversammlungsbeschluss der Gesellschaft über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre im Handelsregister am Sitz der Gesellschaft mit dem Vermerk eingetragen wird, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister am Sitz der \_\_\_\_\_ als übernehmendem Rechtsträger wirksam wird (Verschmelzungsvertrag, Anhang zum Prüfungsbericht und Anlage 2 zum Übertragungsbericht).

Am selben Tag unterzeichnete der Vorstand der Antragsgegnerin den Übertragungsbericht gemäß § 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327f Abs. 2 AktG (nachfolgend: „Übertragungsbericht“).

Am **08. April 2016** erstattete die sachverständige Prüferin ihren Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung (nachfolgend „PB“). Sie bestätigte in dem Bericht die Angemessenheit der angebotenen, am umsatzgewichteten durchschnittlichen Aktienkurs orientierte Barabfindung von 89,08 EUR (PB Seite 72).

Am **15. April 2016** veröffentlichte die Gesellschaft die Einladung zur ordentlichen Hauptversammlung am **31. Mai 2016** im elektronischen Bundesanzeiger (Einladung in gedruckter Form für die Aktionäre vor Bl. 126 d.A.). Auf der Tagesordnung stand die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 Satz 3, 4 AktG gegen Abfindung in Höhe von 89,08 EUR pro Aktie (vgl. Hauptversammlungseinladung).

In Stichtagserklärungen vom **31. Mai 2016** bestätigten sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin die Angemessenheit der Barabfindung von 89,08 EUR zum Stichtag (Anl. AG 5, Anl. AG 6, nachfolgend: „Stichtagserklärung“).

### 3. Übertragungsbeschluss und Verschmelzung

Am **31. Mai 2016** fasste die Hauptversammlung der Gesellschaft den Übertragungsbeschluss gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG, der am **29. Juli 2016** in das Handelsregister der Gruschwitz Textilwerke AG eingetragen und am selben Tag bekannt



Auf die Schriftsätze hat die Antragsgegnerin am 29. November 2018 nochmals erwidert (Bl. 546 ff. d.A.). Innerhalb der gesetzten Frist (Bl. 550 d.A.) haben hierzu die Antragsteller Ziff. 1, Ziff. 42, 43 weiter Stellung genommen (Bl. 556, 561 ff. d.A.).

Die **Antragsteller** und der **gemeinsame Vertreter** tragen zur Begründung ihrer Anträge - zusammengefasst und ohne Anspruch auf Vollständigkeit - insbesondere folgendes vor:

Viele Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre bemängeln die der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren zugrunde liegende Planung, teils in allgemeiner Form, teils konkreter.

Die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 regen – ohne konkrete zeitliche Eingrenzung oder Bezugnahme auf einzelne Jahre der Detailplanungsphase oder auf die Grobplanungsphase – pauschal eine Überprüfung an, ob es sich um eine „anlassbezogene Zukunftsplanung zugunsten der Antragsgegnerin“ handele. Insbesondere der Ansatz für die „ewige Rente“ sei zu pessimistisch (Bl. 151, 154 d.A.).

Die Antragstellerin Ziff. 1 behauptet unter Hinweis auf die Branchenentwicklungen und Daten von Vergleichsunternehmen, die Zahlen für die Detailplanungsphase würden den Marktverhältnissen nicht gerecht (Bl. 25 ff. d.A.). Mehrere Antragsteller kritisieren sinngemäß, dass der Verlust von Großkunden (aus der Automobilindustrie und aus der Medizintechnik) bei der Planung übermäßig betont worden sei. Verlust und Neugewinn von Kunden gehörten zum „normalen Geschäft“. Es sei unzutreffend allein auf Basis vorhandener Kunden geplant worden (u.a. Antragsteller Ziff. 7, Bl. 84 d.A.; Ziff. 8, Bl. 94 d.A.; Ziff. 14, Bl. 130 d.A.).

Zur „Mittelfristplanung“ (für die Jahre 2017 und 2018) tragen mehrere Antragsteller unter Verweis auf das Bewertungsgutachten vor, dass es sich um eine „anlassbezogene Planung“ handele, deren Aussagekraft begrenzt sei (so Antragsteller Ziff. 7, Bl. 84 d.A.; Ziff. 14, Bl. 130 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 7 und 8 meinen, die Planung der Umsatzerlöse passe nicht mit der Planung der Personalaufwendungen zusammen; die Antragsteller nennen hierbei das Planungsjahr 2018 (Bl. 85, 94 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 10 bis 13 behaupten, die Gesellschaft könne mit Wachstumsraten von 15% p.a. „sicher rechnen“. Die Planung der Umsatzerlöse für 2017 und 2018 sei „zu konservativ“ (Bl. 119 d.A.).

Die nach der Detailphase zwischengeschaltete „Grobplanungsphase“ ist nach Auffassung der Antragstellerin Ziff. 1 „von der Antragsgegnerin geplant“ worden. Sie diene allein dem Zweck der Minimierung des Unternehmenswerts. Es handele sich um eine „Sonderplanung“ (Bl. 23 ff. d.A.). Die Antragsteller Ziff. 2 bis 6 halten das Zwischenschalten der „Grobplanungsphase“ für einen (unzulässigen) Eingriff der Bewertungsgutachterin in die Planung (Bl. 70 d.A.). Der Antragsteller Ziff. 14 meint, die „Grobplanungsphase“ sei „Augenwischerei“. Der eingeschwungene Zustand

sei auch am Ende der Grobplanungsphase 2025 noch nicht erreicht, weil der geplante Umsatz noch immer unter demjenigen von 2013 liege (Bl. 131 d.A.).

Die Antragstellerin Ziff. 1 meint, insbesondere das „Abschmelzen“ der Gesamtleistung und des EBITDA auf eine Wachstumsrate von nur 0,75%, die geplante Materialaufwandsquote und Rohertragsmarge seien unplausibel (Bl. 25, 28 ff. d.A.). Mehrere Antragsteller weisen darauf hin, dass die im Grobplanungszeitraum bis zum Beginn der „ewigen Rente“ 2026 zugrunde gelegten Umsatz-Planzahlen hinter dem letzten Jahr vor Wegfall des (der) Großkunden (2013) zurückbleiben, was sie für „realitätsfern“ halten (so etwa Antragsteller Ziff. 7, Bl. 85 d.A.; Ziff. 8, Bl. 94 f. d.A.; Ziff. 14, Bl. 130 d.A.).

Einige Antragsteller regen die „Prüfung“ aus ihrer Sicht nicht hinreichend berücksichtigter unechter Synergieeffekte an (Antragsteller Ziff. 15 bis 21, Bl. 151 d.A.; auch thematisiert von Antragsteller Ziff. 24, Bl. 205 Rs.; Ziff. 29, Bl. 267 d.A.).

Vereinzelt wird die Ausschüttungsquote in der „ewigen Rente“ kritisiert (so von Antragstellerin Ziff. 24, Bl. 209 d.A.; zuletzt von Antragsteller Ziff. 42, Bl. 697 d.A.).

Die Antragstellerin Ziff. 1 beanstandet die steuerliche Behandlung auch fiktiver inflationsbedingter Wertsteigerungen bei der Berechnung der Überschüsse in der „ewigen Rente“ mit einer „Kursgewinnsteuerquote“ von 16,32% (Bl. 31 d.A.).

Mehrere Antragsteller machen methodische Bedenken gegen das Tax-CAPM geltend (u.a. Antragsteller Ziff. 1, Bl. 32 f. d.A.; Ziff. 10 bis 13, Bl. 121 ff. d.A.; Ziff. 15 bis 21, Bl. 163 d.A.; Ziff. 29, Bl. 266 d.A.).

Nahezu alle Antragsteller und der gemeinsame Vertreter kritisieren den im Bewertungsgutachten zugrunde gelegten Basiszinssatz, die Marktrisikoprämie und den anhand einer Peer Group ermittelten Betafaktor als zu hoch. Manche verlangen die Einholung eines Sachverständigengutachtens zu einzelnen Parametern, aus denen sich der Kapitalisierungszins ergibt (so etwa die Antragstellerin Ziff. 24, Bl. 208 Rs. zum Betafaktor).

Viele Antragsteller meinen, dass es für die vom FAUB des IDW am 19. September 2012 „heraufgesetzte“ (Empfehlung zur) Marktrisikoprämie keine nachvollziehbare Begründung gebe. Teilweise wird die vermeintlich mangelnde Fristenäquivalenz der zugrunde gelegten Marktrisikoprämie gerügt (so Antragstellerin Ziff. 1, Bl. 36 f. d.A.).

Bemängelt wird u.a. auch, dass das unternehmenseigene Beta nicht (wenigstens teilweise bzw. ausschließlich) herangezogen wurde (so Antragsteller Ziff. 10 bis 13, Bl. 122 d.A.; Ziff. 15 bis 21, Bl. 163 d.A.; Ziff. 27, Bl. 237 d.A.; Ziff. 28, Bl. 251 d.A.; Ziff. 40 und 41, Bl. 297-1 d.A.; wohl auch Ziff. 24, Bl. 208 Rs.; Ziff. 29, Bl. 266 d.A.). Teilweise wird die Heranziehung eines allerdings nicht angegebenen „Branchenbetas“ befürwortet (Antragsteller Ziff. 22, Bl. 184 d.A.; Ziff. 23, Bl. 196

d.A.; Ziff. 25, Bl. 221 d.A.; Ziff. 26, Bl. 230 d.A.). Beanstandet wird auch die Zusammensetzung der Peer Group.

Den bei der „ewigen Rente“ angesetzten Wachstumsabschlag halten viele Antragsteller für zu gering bemessen.

Einzelne Antragsteller behaupten, vorhandene stille Reserven seien „nicht ausreichend beschrieben und berücksichtigt“ worden (Antragsteller Ziff. 15 bis 21, Bl. 157 f. d.A.).

Schließlich rügen einige Antragsteller, die Darstellung zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen sei nicht ausreichend oder – etwas konkreter – es sei „zu hinterfragen“, ob tatsächlich keine nicht betriebsnotwendige Liquidität vorhanden sei (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 24, Bl. 209 d.A., Ziff. 27, Bl. 238 d.A., so standardisiert in vielen Spruchverfahren). Vereinzelt wird gerügt, aus dem Übertragungsbericht gehe der immaterielle Wert der Marke „Gruschwitz Textilwerke AG“ nicht hervor (u.a. Antragsteller Ziff. 24, Bl. 209 d.A.; Ziff. 27, Bl. 240 d.A.).

Gerügt werden auch formale Mängel des Übertragungsberichts (u.a. Antragstellerin Ziff. 9, Bl. 112 d.A.; Ziff. 27, Bl. 240 d.A.; Ziff. 29, Bl. 267 d.A. standardisiert wie auch in anderen Spruchverfahren). Vereinzelt werden Mängel des Bewertungsgutachtens oder des Prüfungsberichts der sachverständigen Prüferin bzw. eine nicht ausreichende Detailliefe zur Überprüfung der Planannahmen beanstandet (u.a. Antragsteller Ziff. 28, Bl. 247 d.A.).

Die Antragsteller Ziff. 2 bis 6 (Bl. 72 f. d.A.) sind der Auffassung, der Börsenkurs könne hier nicht nach § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebVO „verworfen“ werden. Er müsse „neu bestimmt“ und wegen Vorliegens eines „längeren Zeitraums“ zwischen Bekanntgabe der Maßnahme und Bewertungsstichtag angepasst werden. Auch mehrere andere Antragsteller und der gemeinsame Vertreter fordern eine Anpassung des ermittelten durchschnittlichen Börsenkurses, etwa durch Aufzinsung (so Antragsteller Ziff. 10 bis 13, Bl. 118 d.A.; Ziff. 15 bis 21, Bl. 151, 157 d.A.; ebenso der gemeinsame Vertreter, Bl. 542 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 und 22 behaupten ohne zeitliche Eingrenzung, die Börsenkurse hätten „deutlich“ über dem Abfindungsbetrag gelegen (Bl. 151, 177 d.A.). Der Antragsteller Ziff. 23 und 25 verweisen unter Verwendung einer Grafik auf Börsenkurse zwischen November 2015 und Juli 2016, die teilweise über 100,00 EUR lagen und kurzzeitig sogar fast 150,00 EUR bzw. zumindest 140,00 EUR erreicht haben sollen (Bl. 190, 213 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 24 und Ziff. 27 nennen als Jahreshoch 2016 einen Kurs von 147,50 EUR (01. Mai 2016) sowie den Kurs von 116,00 EUR vom 06. April 2016 (Bl. 209 Rs., 239 d.A.). Die Antragstellerin Ziff. 26 verweist auf (frühere) Schwankungen um 110 EUR und „Ausbruchsversuche Richtung 130 EUR“ (Bl. 231 d.A.).

Die **Antragsgegnerin** ist der Auffassung, die Anträge der Antragsteller Ziff. 22, 25, 26, 27, 30, 31, 37, 39, 42 und 43 seien unzulässig (Bl. 405 ff., 422 d.A.).

In der Sache tritt sie den Bewertungsrügen ebenso entgegen wie einigen Verfahrensanträgen von Antragstellern, etwa auf Einholung eines Gutachtens eines „unabhängigen Sachverständigen“ zur Unternehmensbewertung oder speziell zur Marktrisikoprämie oder auf Vorlage von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer und weiterer Unterlagen oder auf Unterbleiben der Anhörung des sachverständigen Prüfers.

Die Antragsgegnerin verweist u.a. auf deutlich schlechtere Ist-Zahlen der Jahre 2016 bis 2018 und auf die Erwirtschaftung negativer Ergebnisse in den Jahren 2017 und 2018 (Bl. 435 ff., 603 f.).

Die **Antragsteller Ziff. 42 und 43** haben beantragt, vorab über die Zulässigkeit ihres verfahrenseinleitenden Antrags zu entscheiden (Bl. 561 d.A.). Hiervon hat die Kammer jedoch abgesehen. Nach dem klaren Wortlaut des § 7 Abs. 5 Satz 1 SpruchG sind derartige Zwischenentscheidungen über Zulässigkeitsfragen nicht obligatorisch. Die begehrte Zwischenentscheidung war vorliegend angesichts der insgesamt mit dem Termin eingetretenen Entscheidungsreife nicht mehr zweckdienlich, zumal § 58 Abs. 1 FamFG die Beschwerdefähigkeit auf instanzbeendende „Endentscheidungen“ beschränkt (vgl. i.Ü. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2015 – 20 W 7/14 –, Rn. 29, juris zum alten Verfahrensrecht vor Änderung durch das FGG-RG einerseits; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 05. Juli 2018 – I-26 W 12/18 (AktE) –, Rn. 20 ff., juris und OLG Frankfurt, Beschluss vom 14. Juli 2011 – 21 W 29/11 –, Rn. 9, juris andererseits zur Frage der isolierten Anfechtbarkeit verfahrensleitender und verfahrensvorbereitender Zwischenentscheidungen; die von den Antragstellern hier offensichtlich gewünschte positive Entscheidung über die Antragszulässigkeit würde *nicht* zur Instanzbeendigung führen).

In dem mit Beschluss vom 25. April 2019 für den 19. Juli 2019 anberaumten Termin wurden die bei der sachverständigen Prüferin mit der Angemessenheitsprüfung betrauten  
und  
angehört. Auf das Protokoll wird Bezug genommen (Bl. 670 ff. d.A.).

Wegen des Sachverhalts und des weiteren Vortrags der Beteiligten zu Kritikpunkten in Bezug auf die Bewertung, zu Verfahrensanträgen und Einzelheiten des Parteivortrags wird ergänzend auf den gesamten Akteninhalt einschließlich der Akte des beigezogenen Verfahrens 31 O 136/15 KfH AktG Bezug genommen.

## B.

### Zuständigkeit, Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 30, 31, 38 und 39 sind unzulässig. Alle übrigen Anträge sind zulässig.

#### I. Anwendbarkeit des SpruchG und Zuständigkeit

Auf die Anträge der Antragsteller ist das Spruchverfahrensgesetz anzuwenden (§ 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG). Das Landgericht Stuttgart ist zuständig (§ 2 Abs. 1 Satz 1 SpruchG; §§ 13 Abs. 2 Nr. 8, Abs. 1 Nr. 2 ZuVOJu). Spruchverfahren gehören zu den Handelssachen (§§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 lit. e GVG).

#### II. Antragsfrist

Entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin sind sämtliche verfahrenseinleitenden Anträge fristgerecht eingegangen. Das gilt auch für die erst am 03. November 2016 eingegangenen Anträge der Antragsteller Ziff. 40 bis 43. Die Antragsfrist endete drei Monate nach Bekanntmachung der Handelsregistereintragung (§§ 4 Abs. 1 Nr. 3, 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. §§ 16 Abs. 2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO). Im vorliegenden Fall begann die Antragsfrist mit der Bekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung am 03. August 2016. Die Frist endete somit am **03. November 2016**.

Der Wortlaut der beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out einschlägigen Verweisungskette (§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG i.V.m. § 327f AktG i.V.m. § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG) ließe allerdings zu, allein auf die Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister abzustellen. Beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out wird der Übertragungsbeschluss jedoch erst mit Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister wirksam. Anträge, durch die ein Spruchverfahren eingeleitet werden soll, und die schon vor Wirksamwerden der den Abfindungsanspruch auslösenden Strukturmaßnahme gestellt werden, werden überwiegend als unzulässig angesehen, weil vor der Eintragung nicht feststehe, ob die Strukturmaßnahme überhaupt wirksam wird, so dass es am Rechtsschutzbedürfnis fehle (vgl. Drescher, in Spindler/Stilz, 4. Aufl. 2019, SpruchG § 4 Rn. 5 m.w.N.). Die Interpretation des SpruchG durch die Gerichte sollte Antragsteller nicht zu einer verfrühten Antragstellung verleiten. Beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out sind deshalb in Bezug auf die Überprüfung der Abfindung die Vorgänge im Zusammenhang mit der wirksamkeitsbegründenden Eintragung der Verschmelzung maßgeblich.

Die Antragsgegnerin vertritt die Rechtsauffassung, beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out beginne die Antragsfrist mit *Eintragung* der Verschmelzung im Handelsregister nach

Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses (hier also am 02. August 2016; vgl. Bl. 409 d.A.). Das Gericht teilt diese Rechtsauffassung nicht. Beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out beginnt die Antragsfrist nach Eintragung des Übertragungsbeschlusses verbunden mit einem Hinweis gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG erst mit der *Bekanntmachung*, dass auch die Verschmelzung im Handelsregister des übernehmenden Rechtsträgers eingetragen wurde.

In der Literatur wird zwar vertreten, dass nach dem Sinn und Zweck der Norm die Antragsfrist beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out grundsätzlich mit der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister beginne und „frühestens mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister der übernehmenden Gesellschaft“ (Schockenhoff/Lumpp, ZIP 2013, 749, 756). § 4 Abs. 1 SpruchG stellt jedoch für den Beginn der Antragsfrist nicht auf das Wirksamwerden der Strukturmaßnahme, sondern auf die Registerbekanntmachung der entsprechenden Eintragung (§ 10 HGB) ab. Erst mit der Registerbekanntmachung der Eintragung der Verschmelzung können potentielle Antragsteller Kenntnis vom Wirksamwerden ihres Ausschlusses aus der Gesellschaft durch den verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out erlangen und haben ab dieser Bekanntmachung konkreten Anlass, eine Antragstellung im Spruchverfahren zu prüfen. Der Gesetzgeber billigt ihnen hierfür einen Zeitraum von drei Monaten zu. Würde man auf die Bekanntmachung der Eintragung des *Übertragungsbeschlusses* kombiniert mit dem *Eintragungsdatum* der Verschmelzung abstellen und das Bekanntmachungsdatum der Verschmelzungseintragung für vernachlässigbar halten, so würde eine etwaige verzögerte Eintragungsbekanntmachung durch das Registergericht zu einer faktischen, vom Gesetzgeber nicht gewollten Fristverkürzung bei der Entscheidung über die Einleitung eines Spruchverfahrens führen. Auch in anderen Konstellationen, in der es mehrere Eintragungen und Bekanntmachungen gibt, wie etwa bei einer Verschmelzung oder Spaltung, stellt man auf die letzte *Bekanntmachung* der letzten, konstitutiven Eintragung ab (Kubis, in MüKo AktG, 4. Aufl. 2015, SpruchG § 4 Rn. 7; Goslar/Wilsing, in Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, SpruchG § 4 Rn. 4). Beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out kommt es deshalb auf die Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses (als dem wesentlichen Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führt) an (wie hier LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15, Rn. 44; vgl. auch LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG).

### **III. Antragsberechtigung**

#### **1. Schlüssige Behauptung der Antragsberechtigung**

Antragsberechtigt sind gemäß § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG nur außenstehende Aktionäre, die infolge des Übertragungsbeschlusses ausgeschieden sind. § 3 Satz 2 SpruchG trifft keine

Regelung zum maßgeblichen Zeitpunkt der Anteilsinhaberschaft für die Konstellation der Abfindung nach einem Übertragungsbeschluss gemäß § 327a AktG. Abzustellen ist wegen der in § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG geregelten Rechtsfolgen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister (dinglicher Übergang der Aktien) grundsätzlich auf diesen Eintragungszeitpunkt (Drescher, in Spindler/Stilz, AktG Kommentar 4. Aufl. 2019, § 3 SpruchG Rn. 9 m.w.N.). Wegen der sich aus § 62 Abs. 5 UmwG ergebenden Besonderheiten ist jedoch beim verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out“ nicht auf die Aktionärsstellung im Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses abzustellen, sondern auf die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses in das Handelsregister der Antragsgegnerin, denn erst mit dieser Eintragung ist der Übertragungsbeschluss wirksam geworden und hat der jeweilige Minderheitsaktionär die Aktionärsstellung gegen Abfindung verloren (wie hier LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG; OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2016 – 21 W 36/15 –, Rn. 24, juris; LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15, Rn. 42). Maßgeblich ist daher hier die Aktionärsseigenschaft am **02. August 2016**.

Versäumt ein Antragsteller im Spruchverfahren, innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 SpruchG seine Antragsberechtigung schlüssig darzutun, so ist sein Antrag als unzulässig zurückzuweisen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06, Rn. 21; vgl. auch BGH, Beschluss vom 25. Juni 2008 – II ZB 39/07, BGHZ 177, 131-141, Rn. 19). Die schlüssige Darlegung der Aktionärsseigenschaft nach § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG ist eine von Amts wegen durch das Gericht zu prüfende Zulässigkeitsvoraussetzung (KG Berlin, Beschluss vom 31. Oktober 2007 – 2 W 14/06, Rn. 46; OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 22, juris).

Nach diesen Maßstäben haben mit Ausnahme der Antragsteller Ziff. 30, 31, 38 und 39 alle Antragsteller ihre Antragsberechtigung innerhalb der Antragsfrist schlüssig dargelegt.

Das gilt auch für die Antragstellerinnen Ziff. 22, 25 und 26 und für die Antragsteller Ziff. 27, 28 und 29. Die Antragsteller Ziff. 22, 25 und 26 haben zwar schriftsätzlich lediglich ungenau und für sich genommen unzureichend vorgetragen, sie seien „zum Zeitpunkt der Eintragung der Strukturmaßnahme in das Handelsregister“ Aktionäre gewesen (Bl. 176, 213, 223 d.A.). Der Antragsteller Ziff. 28 hat auf seine Aktionärsseigenschaft sowohl „zum Zeitpunkt der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre“ (also den 29. Juli 2016) als auch „zum Squeeze Out-Stichtag“ Bezug genommen (Bl. 244 d.A.), der Antragsteller Ziff. 29 nur auf die Aktionärsseigenschaft „zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses“ (Bl. 257 d.A.). Die Bezugnahme auf den Eintragungszeitpunkt des Übertragungsbeschlusses ist schlicht falsch gewählt, die Angabe „Squeeze Out“-Stichtag zu unpräzise. Der Antragsteller Ziff. 27 hat –

wegen rechtlichen Übergangs seiner Aktien am 02. August 2016 unzutreffend – vorgetragen, er sei zum Zeitpunkt der Antragstellung (am 26. Oktober 2016) Aktionär der Gesellschaft gewesen.

Alle im vorstehenden Absatz genannten Antragsteller haben aber mit Antragstellung zugleich Bankbescheinigungen vorgelegt, aus denen sich jeweils ergibt, dass sie am Tag des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses – dem 02. August 2016 – Aktionäre der Gesellschaft gewesen sind (Bl. 187, 221-2, 232-1, 241-1, 254-2, 268-1 d.A.). Eine fristgerecht eingereichte Bankbescheinigung überschaubaren Umfangs, aus der sich die Aktionärsstellung des jeweiligen Antragstellers zum tatsächlich relevanten Zeitpunkt ohne großen Suchaufwand des Gerichts ergibt, und auf die in der Antragschrift ausdrücklich Bezug genommen wird, kann zur Auslegung des schriftsätzlichen Vortrags entgegen der Auffassung der Antragsgegnerin herangezogen werden (vgl. BGH, Beschluss vom 02. Oktober 2018 – VI ZR 213/17 –, Rn. 6 ff., juris auch zu einer Verletzung des rechtlichen Gehörs bei Nichtberücksichtigung von durch Anlagen konkretisiertem Parteivortrag).

Der Antragsteller Ziff. 23 hat vorgetragen, „zum Zeitpunkt der Wirksamkeit des Übertragungsbeschlusses durch dessen Eintragung in das Handelsregister und danach ununterbrochen bis zur Ausbuchung ...“ Aktionär der Gesellschaft gewesen zu sein (Bl. 189 d.A.). Das ist zwar juristisch unzutreffend und zudem mehrdeutig, denn die Übertragung wurde wegen der Besonderheiten des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out noch nicht mit der Eintragung des Übertragungsbeschlusses wirksam, sondern erst mit Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses, und die Aktien gingen nicht erst mit der Ausbuchung aus dem Depot, sondern bereits mit Wirksamwerden der Übertragung am 02. August 2016 auf die Hauptaktionärin über. Gleichwohl genügt der Vortrag den Mindestanforderungen an die Darlegung der Antragsberechtigung, weil der Antragsteller einen Zeitraum des Haltens von Aktien mindestens vom 29. Juli 2016 (Handelsregistereintragung des Übertragungsbeschlusses) bis zur Ausbuchung – und damit über den 02. August 2016 hinaus – beschreibt.

Der bis zum Ablauf der Antragsfrist gehaltene Vortrag des Antragstellers Ziff. 37 erfüllt gerade noch die Mindestanforderungen bezüglich der Antragsberechtigung. Er hat zwar diesbezüglich innerhalb der Antragsfrist lediglich dargelegt, ein von der Maßnahme „betroffener Minderheitsaktionär“ zu sein (Bl. 282 d.A.). Die vorgelegte Bankbescheinigung (Bl. 286-1 d.A.) kann bei ihm zur Prüfung des Vortrags zur Antragsberechtigung nicht herangezogen werden, weil sie erst nach Ablauf der Antragsfrist bei Gericht einging und die Antragsberechtigung, wie ausgeführt, innerhalb der Antragsfrist dargelegt werden musste. Im Wege der Auslegung kommt mit der „Betroffenheit von der Maßnahme“ aber noch hinreichend zum Ausdruck, dass die Aktionärsstellung bis zum Zeitpunkt der Übertragung der Aktien durch das Wirksamwerden des Squeeze Out bestanden habe (wie hier im Ergebnis auch LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 51, juris).

Noch ausreichend ist im Hinblick auf die Darlegung der Antragsberechtigung auch der Vortrag der Antragsteller Ziff. 40 bis 43, die jeweils unter Nennung der einschlägigen Daten formuliert haben, sie seien „bis zu ihrer Zwangsenteignung“ Aktionäre gewesen (Bl. 297, 299 d.A.), denn mit „Zwangsenteignung“ war hier unzweifelhaft das Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses gemeint.

Offensichtlich unzulässig sind hingegen die Anträge der Antragsteller Ziff. 38 und 39 sowie der bei Antragstellung bereits anwaltlich vertretenen Antragsteller Ziff. 30 und 31, die innerhalb der Antragsfrist nur vorgetragen haben, „zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses“ bzw. (gleichbedeutend) „bis zu dem Tag der Eintragung des Squeeze-outs“ Aktionäre der Gesellschaft gewesen zu sein (Bl. 271, 288 d.A.). Denn auf den Tag der Eintragung des Übertragungsbeschlusses (29. Juli 2016) kommt es für die Antragsberechtigung beim verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out nicht an. Bei der Auslegung des unzureichenden schriftsätzlichen Vortrags der vorgenannten vier Antragsteller zur Antragsberechtigung konnte anders als in oben genannten Fällen nicht auf fristgerecht eingereichte Bankbescheinigungen zurückgegriffen werden. Die von den Antragstellern Ziff. 38 und 39 erst nach Ablauf der Antragsfrist eingereichten Bankbescheinigungen verschaffen dem unzureichenden Vortrag zur Antragsberechtigung nicht nachträglich eine andere Bedeutung und führen nicht mehr zur Heilung des Zulässigkeitsmangels. Dasselbe gilt für den von den Antragstellern Ziff. 30 und 31 erst mit Schriftsatz vom 01. August 2018 nachgeholtten Vortrag und die nachgereichten Bestätigungen der Depotbanken (Bl. 531 ff. d.A.).

## 2. Nachweis der Antragsberechtigung

Der Vortrag der Antragsteller zur Antragsberechtigung ist beweisbedürftig, soweit er von der Antragsgegnerin im Spruchverfahren bestritten wird (§§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO; OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 13, juris). Anders als die Darlegung der Antragsberechtigung, kann der Nachweis auch noch nach Ablauf der Antragsfrist bis zum Ablauf einer vom Gericht gesetzten Frist, bei fehlender Fristsetzung noch bis zur Entscheidung des Gerichts erbracht werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 7, juris; Drescher, in Spindler/Stilz a.a.O. § 3 SpruchG Rn. 18 m.w.N.).

Die Antragsgegnerin hat die Antragsberechtigung einiger Antragsteller bestritten. Betroffen ist u.a. der Antragsteller Ziff. 23, der entgegen seiner Darstellung in der Antragschrift keinen Nachweis zur Antragsberechtigung vorgelegt hat (Bl. 189 ff., 413 d.A.), diesen jedoch mit Schreiben vom 29. Mai 2019 nachgereicht hat. Soweit die Antragsgegnerin den vermeintlich fehlenden Nachweis bei der Antragstellerin Ziff. 25 und den unzureichenden Nachweis durch die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 rügt (Bl. 413 d.A.), wurde dieser im Falle der Antragstellerin Ziff. 25 mit der der Antragschrift beigefügten Bankbestätigung erbracht, die ausdrücklich die

Aktieninhaberschaft bis zum 02. August 2016 bescheinigt (Bl. 221-2 d.A.), und bei den Antragstellern Ziff. 15 bis 21 durch die mit Schriftsatz vom 23. August 2018 zulässigerweise nachgereichten Unterlagen (Bl. 537 d.A.).

Die aufgeworfene Rechtsfrage, ob eine Ausbuchungsbestätigung als Nachweis der Antragsberechtigung ausreicht, wenn im Einzelfall ein Aktienerwerb theoretisch noch nach Handelsregistereintragung, aber vor Auszahlung des Barabfindungsbetrages möglich war, ist streitig (vgl. dazu OLG München, Beschluss vom 26. Juli 2012 – 31 Wx 250/11 –, Rn. 14, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 10. Oktober 2005 – 20 W 244/05 –, Rn. 21, juris; LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13 –, Rn. 16, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 09. Februar 2005 – I-19 W 12/04 AktE –, Rn. 19, juris; Goslar/Wilsing, in Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, SpruchG § 3 Rn. 11; LG Hamburg, Beschluss vom 23. Februar 2016 - 403 HKO 152/14 Beck-online). Aus einer Ad hoc-Mitteilung der Gesellschaft vom 02. August 2016 (vgl. [www.dgap.de](http://www.dgap.de)) ergibt sich, dass der Börsenhandel mit Stammaktien der Gesellschaft nicht sofort am Tag des Wirksamwerdens des verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out eingestellt wurde, so dass ein nachträglicher Erwerb, der aber nicht zur Antragsberechtigung führt, theoretisch möglich war.

Die diskutierte Frage bedarf hier jedoch keiner Entscheidung. Denn der Antragsteller Ziff. 14, der zunächst nur eine „Ausbuchungsbestätigung“ der Bank bezogen auf den 10. August 2016 vorgelegt hatte, hat mit Schriftsatz vom 12. Juni 2019 und damit innerhalb der vom Gericht mit Verfügung vom 17. Mai 2019 (Bl. 606 d.A.) gesetzten Frist eine auf den richtigen Stichtag (02. August 2016) bezogene Bankbescheinigung vorgelegt.

Alle betroffenen Antragsteller haben die Antragsberechtigung hinreichend nachgewiesen.

#### **IV. Darstellung der Strukturmaßnahme**

Die Antragsbegründung muss gemäß § 4 Abs. 2 Nr. 3 SpruchG u.a. Angaben „zur Art der Strukturmaßnahme“ enthalten, an die der Antragsteller anknüpfen will. Er muss die Strukturmaßnahme – Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrag, Eingliederung, Squeeze-out, Verschmelzung, Formwechsel – möglichst konkret unter Angabe der beteiligten Gesellschaften, Nennung des Vertrags o.ä. benennen, wobei eine fehlerhafte Bezeichnung unschädlich ist, solange der Verfahrensgegenstand bestimmt bleibt (Drescher, in Spindler/Stilz, SpruchG a.a.O. § 4 Rn. 19).

Ohne Erfolg beanstandet die Antragsgegnerin die aus ihrer Sicht unzureichenden Angaben der Antragsteller Ziff. 22, 25 und 26 zur Art der Strukturmaßnahme (Bl. 412 d.A.). Denn die Antragstellerin Ziff. 26 erwähnt in der Antragsschrift nicht nur die Parteien des Verschmelzungsvertrages, sondern auch das Datum des Vertragsschlusses (07. April 2016, Bl.

224 d.A.). Richtig ist zwar, dass die Antragsteller Ziff. 22 und 25 weder ein Datum des Hauptversammlungsbeschlusses, der dem verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out zugestimmt hat, noch das Datum des Vertragsschlusses oder das Datum des Wirksamwerdens der Strukturmaßnahme nennen. Die fehlenden Daten ergeben sich aber aus den der jeweiligen Antragschrift beigefügten und innerhalb der Antragsfrist eingegangenen Bankbescheinigungen. Jedenfalls mithilfe dieser Unterlagen sowie mithilfe der schriftsätzlichen Angabe der von den Antragstellern als zu niedrig bezeichneten Barabfindung von 89,08 EUR kann das Begehren der vorgenannten Antragsteller zweifelsfrei ermittelt werden (Bl. 176, 187, 213, 221-1, 224, 232-1).

Bei den Antragstellerin Ziff. 38 und 39, deren Darstellung zur Art der Strukturmaßnahme die Antragsgegnerin ebenfalls für unzureichend hält (Bl. 412 d.A.), erübrigt sich eine Erörterung, da ihre Anträge bereits aus anderen Gründen unzulässig sind (vgl. oben).

#### **V. Unterzeichnung der Anträge**

Soweit die Antragsgegnerin gerügt hat, für die Antragstellerin Ziff. 25 sei keine handelnde natürliche Person aus dem Antrag ersichtlich und es fehle die Unterschrift (Bl. 411 d.A.), beruht dies offenkundig auf einer versehentlich unvollständigen Übermittlung der Antragsabschrift an die Antragsgegnerin. Wie aus der Gerichtsakte ersichtlich, ist der zehnsseitige Antrag vom geschäftsführenden Direktor unterzeichnet (Bl. 221 d.A.). Eine vollständige Antragsabschrift wurde mit Verfügung vom 17. Mai 2019 an die Antragsgegnerin übermittelt.

#### **VI. Zwischenergebnis**

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 30, 31, 38 und 39 sind wegen unzureichender fristgerechter Darlegung der Antragsberechtigung offensichtlich unzulässig. Die übrigen Anträge sind zulässig.

**C.****Unbegründetheit der zulässigen Anträge**

Die Anträge der Antragsteller, soweit sie zulässig sind, und der Antrag des gemeinsamen Vertreters auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Abfindung sind unbegründet. Denn die von der Hauptversammlung beschlossene Abfindung ist angemessen.

**I. Allgemeines****1. Unbeachtlichkeit des Einwands angeblicher formaler Berichtsmängel**

Soweit einzelne Antragsteller (regelmäßig nicht näher konkretisierte und auch nicht ersichtliche) formale Mängel des gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2, 293a AktG zu erstattenden Berichts des Hauptaktionärs behaupten, sind diese Rügen für das vorliegende Verfahren nicht entscheidungserheblich.

**2. Verfahrensvoraussetzungen für die Bestimmung der angemessenen Abfindung erfüllt****a. Vorgenommene (Parallel-)Prüfung**

Der gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 Nr. 4 AktG zu erstattende Prüfungsbericht der vom Gericht bestellten sachverständigen Prüferin und die Stichtagsklärung vom 31. Mai 2016 liegen vor, wie bereits ausgeführt.

Die im Prüfungsbericht (PB Seite 11) offengelegte Parallelprüfung durch die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin und durch die vom Gericht bestellte sachverständige Prüferin ist zulässig (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. Dezember 2008 – 20 W 12/08, Rn. 136), ermöglicht eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer, stellt dessen Unabhängigkeit nicht in Frage (BGH, Urteil vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, Rn. 14) und ist kein Indiz für mangelnde Sorgfalt bei der Prüfung.

Die Antragsteller Ziff. 10 bis 13 sprechen von einer „Scheinprüfung“, an anderer Stelle von einer fehlenden eigenständigen und kritischen Prüfung durch die sachverständige Prüferin (Bl. 117, 124 d.A.). Verschiedene Antragsteller vermissen eine „eigenständige Unternehmensbewertung“ (so etwa Antragsteller Ziff. 28, Bl. 245 d.A.). Auch die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 sind der Auffassung, die Anforderungen an den Prüfungsbericht seien nicht erfüllt (Bl. 152 d.A.). Das ist nicht nachvollziehbar. Denn der vorgelegte Prüfungsbericht und die ergänzende Erörterung in der mündlichen Verhandlung (Bl. 670 ff. d.A.) lassen durchaus erkennen, dass die sachverständige Prüferin eigenständige Analysen, Bewertungen und Berechnungen durchgeführt hat. Sie hat als Ergebnis einer eigenen Gesamtbeurteilung die Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin ermittelten Abfindung im Prüfungsbericht bestätigt (vgl.

insbesondere PB Seite 22, 23, 70). Der Übertragungsbericht, das Bewertungsgutachten und der Bericht des sachverständigen Prüfers sollen die Minderheitsaktionäre in die Lage versetzen, die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen. Dass dies im Grundsatz gelungen ist, kann man an der Vielzahl der erhobenen inhaltlichen Kritikpunkte erkennen. Der Prüfungsbericht muss keine detailgetreue Darstellung jedes einzelnen Analyseschritts enthalten (LG München I, Beschluss vom 31. Juli 2015 – 5 HKO 16371/13, Rn. 361).

Zu einer eigenständigen, von der Arbeit der Bewertungsgutachterin losgelösten Neubewertung des Unternehmens war die sachverständige Prüferin entgegen der von einigen Antragstellern vertretenen Auffassung nicht verpflichtet (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 15 bis 21, Bl. 152 d.A.; Ziff. 28, Bl. 245 d.A.; wohl auch: Antragsteller Ziff. 10 bis 13, Bl. 117 d.A.). Gemäß § 293 Abs. 1 Satz 3 AktG, auf den § 327c Abs. 2 Satz 4 AktG verweist, durfte sie sich darauf beschränken, die vom Hauptaktionär vorgenommene Bewertung auf ihre methodische Konsistenz und ihre inhaltlichen Prämissen hin zu überprüfen (OLG München, Beschluss vom 12. November 2008 – 7 W 1775/08, Rn. 55; OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. Dezember 2008 – 20 W 12/08, Rn. 139).

#### b. Neutralität der sachverständigen Prüferin

Der Umstand, dass der verschmelzungsrechtliche Squeeze Out bei Tätigwerden der sachverständigen Prüferin (notwendigerweise) bereits geplant war (sonst wäre es nicht zu ihrer gerichtlichen Bestellung gekommen), und dass die Detailplanung nach Bekanntwerden des Verlangens der Mehrheitsaktionärin beschlossen wurde, führt entgegen der Mutmaßung einiger Antragsteller (etwa Ziff. 28, Bl. 245 d.A.) nicht zur fehlenden Neutralität der sachverständigen Prüferin.

### 3. Grundsätze der Angemessenheitsprüfung

Ziel des Verfahrens ist nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327a Satz 1 AktG die Feststellung, ob die vom Mehrheitsaktionär angebotene Abfindung angemessen ist. Sollte dies nicht der Fall sein, muss auf Antrag das Gericht gemäß § 327f Satz 2 AktG selbst die angemessene Barabfindung bestimmen. Die Barabfindung muss gemäß § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses zur Übertragung der Aktien auf den Mehrheitsaktionär berücksichtigen.

#### a. Bewertung als Tatsachenfrage und Problem der Schätzung

Der ausscheidende Aktionär muss nach Art. 14 Abs. 1 GG erhalten, „was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, Rn. 47, juris). Er muss „für den Verlust seiner Rechtsposition und die

Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung wirtschaftlich voll entschädigt werden". Die Entschädigung muss „den ‚wahren‘ Wert des Anteilseigentums widerspiegeln“. Das entspricht dem Betrag, den er bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ erhalten hätte (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 –, juris Rn. 21, 23, 24; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 –, juris Rn. 18).

Es gibt allerdings nicht „den einen exakten oder wahren Unternehmenswert“ und auch keine als „einzig richtig“ anerkannte Methode zur Ermittlung des Verkehrswerts einer Aktie, und es kann heute auch nicht festgestellt werden, dass eine der gebräuchlichen Methoden in der Wirtschaftswissenschaft unumstritten wäre (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 138). Die Wertermittlung nach den einzelnen Methoden ist mit zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden, die aus juristischer Sicht jeweils nicht einem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich sind (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 67). Die Wertzumessung ist stets personen- und situationsbezogen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 55).

Wie der BGH ausgeführt hat, enthalten weder das Grundgesetz noch das einfache Gesetz Bestimmungen, nach welcher Methode der Unternehmenswert zu ermitteln ist. „Die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode ist keine Rechtsfrage, sondern Teil der Tatsachenfeststellung und beurteilt sich nach der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis“ (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, Juris Rn. 12). Letztere eröffnet Bewertungsspielräume. Der Wert des Unternehmens ist nach §§ 287 Abs. 2 ZPO, 738 Abs. 2 BGB zu schätzen (BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, juris Rn. 20, 21; BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, Juris Rn. 12).

#### b. Methodik zur Ermittlung des Verkehrswerts

Die Verkehrsfähigkeit der Aktie spielt bei der Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung eine zentrale Rolle, vor allem wenn es um Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften geht. Der Verkehrswert der Aktie, für dessen Verlust der Minderheitsaktionäre zu entschädigen ist, ist „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, Rn. 56, 60, 63). Anerkannt ist, dass bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft neben der herkömmlichen, betriebswirtschaftlich anerkannten Ertragswertmethode auch die Heranziehung des Börsenkurses als alternative Bemessung in Betracht kommt. Ist nur ein Teil der Aktien börsennotiert, gilt das zumindest für börsennotierte Papiere (Koch, in Hüffer/Koch a.a.O. § 305 Rn. 36). Das auszuübende Schätzungsermessens nach § 287 Abs. 2 ZPO umfasst auch die

Freiheit, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, Rn. 138 ff., 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08, Rn. 67; OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, Rn. 35 ff., 52 ff.; im Grundsatz auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12, Rn. 24, einschränkend jedoch bei nicht aussagekräftigem, weil im entschiedenen Fall durch öffentliche Angebote verzerrtem Börsenkurs; vgl. auch LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG, Rn. 72 ff.; ausführlich Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG).

Aus verfassungsrechtlicher Sicht ist wichtig, dass die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch darauf haben, dass der anteilige Wert ihres Aktieneigentums nach allen erdenklichen Methoden ermittelt und die angemessene Abfindung nach dem „Meistbegünstigungsprinzip“ festgestellt wird (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10, Rn. 23, 24; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09, Rn. 18; zur Ablehnung des „Meistbegünstigungsprinzips“ schon OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 - 20 W 7/11 Seite 52 zur Abfindung und Ausgleichszahlung nach BGAV).

#### c. Prüfungsschritte der Angemessenheitsprüfung

Im Falle einer richterlichen Angemessenheitsprüfung obliegt es nach Auffassung der Kammer im ersten Schritt dem Tatrichter zu prüfen, ob die Unternehmensbewertung nach dem Bewertungsgutachten und dem Bericht des sachverständigen Prüfers „auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Methoden beruht“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, Rn. 148; Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 740). Dazu gehört auch, ob die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Bewertung methodisch konsistent ist, ob die inhaltlichen Prämissen der Bewertung zugrunde gelegt werden können, ob der Börsenkurs (sofern existent und aussagekräftig) berücksichtigt wurde, und ob die zugrunde liegenden Daten und Zukunftseinschätzungen fachgerecht abgeleitet wurden (vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 89 ff.; Singhof, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 327c Rn. 10 zum „Squeeze Out“). Ist das der Fall, so bilden das Gutachten und der Bericht eine hinreichende Schätzgrundlage, so dass die Angemessenheit der vom Hauptaktionär angebotenen Abfindung bejaht werden kann (OLG Stuttgart, a.a.O. Rn. 148), selbst wenn die herangezogene Methode aus Sicht des Gerichts „nicht optimal“, aber „angemessen, geeignet und vertretbar“ sein sollte (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35).

Das OLG Stuttgart hat ausgeführt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 141): „Das Gericht ist im Rahmen seiner Schätzung des Verkehrswertes des Aktieneigentums nicht gehalten, darüber zu entscheiden, welche Methode der

Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode richtig sind. Vielmehr können Grundlage der Schätzung des Anteilswerts durch das Gericht alle Wertermittlungen sein, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion nicht einhellig vertreten werden." Es ist nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, einen Beitrag zur Klärung von in der Betriebswirtschaftslehre umstrittener Fragen zu leisten oder zu entscheiden, welcher der in den Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Aspekten des Ertragswertverfahrens vertretenen Auffassungen der Vorzug gebührt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris Leitsatz und Rn. 81; vgl. auch KG Berlin, Beschluss vom 14. Januar 2009 – 2 W 68/07 –, Rn. 36, juris). Daran ist auch nach der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 - II ZB 23/14 festzuhalten. Auch aus verfassungsrechtlicher Sicht ist unbedenklich, wenn die fachgerichtliche Angemessenheitsprüfung darauf beschränkt wird, ob „die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge ... auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar sind“ (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10, Leitsatz 2b und Rn. 29).

Ergibt sich hingegen im ersten Prüfungsschritt die fehlende Plausibilität der Bewertung (etwa aufgrund nicht plausibler Planung des Unternehmens, die dennoch als Bewertungsgrundlage verwendet wurde) und hieraus resultierend die Unangemessenheit der angebotenen Abfindung bzw. des Ausgleichs, so muss das Gericht im zweiten Prüfungsschritt selbst die angemessene Abfindung bzw. den angemessenen Ausgleich bestimmen. In diesem zweiten Prüfungsschritt muss der Tatrichter im Spruchverfahren selbst eine geeignete und aussagekräftige Bewertungsmethode wählen, die gewährleistet, dass die Abfindung „nicht unter dem Verkehrswert“ der Aktie liegt (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 - II ZB 23/14, Rn. 34).

Die Bewertung nach der hier gewählten Ertragswertmethode muss mit Plausibilisierungen und Schätzungen arbeiten. Die Methode ist mit zahlreichen Unschärfen behaftet (so schon OLG Frankfurt, Beschluss vom 09. Dezember 2008 – WpÜG 2/08, Rn. 57). Kern des Verfahrens ist die Diskontierung prognostizierter künftiger Erträge, deren Höhe nicht bekannt ist, die also nur aufgrund der bisherigen Erträge, der Unternehmensplanungen und allgemeinen Einschätzungen der Zukunft geschätzt werden können. Bei einer Ertragswertberechnung etwa nach Tax-CAPM ist bei vielen Parametern eine ganze Bandbreite von Werten (insbesondere bei der Marktrisikoprämie) vertretbar und angemessen, ohne dass ein in die Formel eingesetzter Wert als allein „richtig“ und zu einem einzig zutreffenden „wahren Unternehmenswert“ führen würde. Bereits marginale Änderungen etwa beim Basiszins oder der Marktrisikoprämie können erhebliche Auswirkungen auf das Ergebnis der Ertragswertberechnung haben (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12, Rn. 79).

Den gebräuchlichen Berechnungsmodellen der Ertragswertmethode, ob in Gestalt des CAPM oder des Tax-CAPM, wird in der Literatur vorgeworfen, dass ihre Bedingungen nur in einer idealen Modellwelt Gültigkeit hätten und dass sie eine „pseudo-mathematische Exaktheit“ vortäuschten. Die Konsequenz könne zum Schutz der außenstehenden Aktionäre nur darin liegen, „sich wo immer möglich an Marktpreisen zu orientieren“ - trotz verbreiteter Einwände der Betriebswirtschaftslehre (Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 8. Aufl. 2016, § 305 AktG Rn. 41a, 41b, 69b).

Gleichwohl bleibt die hier von der Bewertungsgutachterin angewandte Ertragswertmethode nach IDW S 1 i.d.F. 2008 eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte und in der Bewertungspraxis gebräuchliche, deshalb auch zulässige Bewertungsmethode (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris Rn. 85; OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 78, juris; vgl. auch BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003 – II ZB 17/01 –, Rn. 7, juris).

#### 4. Maßgeblicher Bewertungsstichtag

Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist der Tag, an dem die Hauptversammlung den Übertragungsbeschluss gefasst hat, hier also der **31. Mai 2016**.

## **II. Zu kapitalisierende Ergebnisse (Planung) im Rahmen des Ertragswertverfahrens**

### 1. Grundsätzliches

Nach dem Ertragswertverfahren bestimmt sich der Unternehmenswert nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008) heißt es (Tz. 4, 5):

„Der Wert eines Unternehmens bestimmt sich unter der Voraussetzung ausschließlich finanzieller Ziele durch den Barwert der mit dem Eigentum an dem Unternehmen verbundenen Nettozuflüsse an die Unternehmenseigner (Nettoeinnahmen als Saldo von Ausschüttungen bzw. Entnahmen, Kapitalrückzahlungen und Einlagen). Zur Ermittlung dieses Barwerts wird ein Kapitalisierungszinssatz verwendet, der die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlagen repräsentiert. Demnach wird der Wert des Unternehmens allein aus seiner Ertragskraft, d.h. seiner Eigenschaft, finanzielle Überschüsse für die Unternehmenseigner zu erwirtschaften, abgeleitet. Dieser Wert ergibt sich grundsätzlich aus den finanziellen Überschüssen, die bei Fortführung des Unternehmens und Veräußerung etwaigen nicht betriebsnotwendigen Vermögens erwirtschaftet werden (Zukunftserfolgswert)...“.

Der IDW S 1 erwähnt ausdrücklich das Ertragswertverfahren und die Discounted Cash Flow-Verfahren als in der Bewertungspraxis gängige Verfahren (IDW S 1, Tz. 7).

Grundlage für die zur Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren erforderliche Prognose der künftigen Erträge (IDW S 1, Tz. 25) sind unternehmensbezogene Informationen, insbesondere die internen Planungsdaten der Gesellschaft (IDW S 1, Tz. 70 ff.).

Die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge sind gerichtlich nur eingeschränkt überprüfbar. Zu berücksichtigen ist, dass es nicht nur *eine* richtige Prognose über die künftige Entwicklung eines Unternehmens gibt. In den seltensten Fällen trifft sie so wie vorhergesagt ein (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013 – 20 W 4/12 –, Rn. 84). Unternehmerische Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen müssen auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen beruhen. Sie dürfen nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf ihre Annahme nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gutachters oder des Gerichts ersetzt werden. Im Rahmen eines Spruchverfahrens unterliegt die der Bewertung zugrunde gelegte Planung einer nach den vorgenannten Maßstäben eingeschränkten gerichtlichen Prüfung (OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 2/13 –, Rn. 68, juris; Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 75; Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 79; Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 180; Beschluss vom 14. September 2011 – 20 W 4/10 –, Rn. 71; Beschluss vom 26. Oktober 2006 – 20 W 14/05 –, Rn. 28; ebenso OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12).

Im Spruchverfahren sind deshalb vorhandene Planungsrechnungen auf ihre Plausibilität zu überprüfen. Eine richterliche Korrektur der unternehmenseigenen, eigenverantwortlich erstellten Planung im Spruchverfahren ist grundsätzlich nur dann zulässig, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist. Fehlen allerdings Planungsrechnungen oder sind sie nicht plausibel, so sind sachgerechte Prognosen zu treffen oder Anpassungen vorzunehmen (OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013 – 20 W 4/12 –, Rn. 84; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 30; Zwirner/Zimny/Lindmayr in Petersen/Zwirner Handbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. 2017, C. 4 Rn. 62 Seite 288; zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit der Beschränkung auf eine Plausibilitätsprüfung BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10 –, Rn. 12, 30).

## 2. Der Bewertung zugrunde liegende Zahlen

Die Bewertungsgutachterin ist bezüglich der Ertragsplanung von einem Drei-Phasen-Modell ausgegangen und hat zwischen der Detailplanungsphase („Phase I“) bestehend aus den Jahren 2016 bis 2018, der Grobplanungsphase der Jahre 2019 bis 2025 („Phase II“) und der Phase der

„ewigen Rente“ („Phase III“) unterschieden (BewGA Seite 34). In den meisten Fällen wird zwar nur eine Planung in zwei Phasen vorgenommen (IDW S1 i.d.F. 2008 Rz. 77). Da die „ewige Rente“ einen „Gleichgewichts- oder Beharrungszustand“ widerspiegeln soll (IDW S1 Rz. 78), kann es aber erforderlich sein, zur Erreichung dieses „Gleichgewichts- oder Beharrungszustands“ eine Übergangsphase zu planen (IDW, Bewertung und Transaktionsberatung, Düsseldorf 2018, Seite 572 K 88). Mit dieser schlüssigen Begründung hat die Bewertungsgutachterin hier eine Grobplanungsphase zwischengeschaltet (BewGA Seite 34 Ziff. 114).

Die sachverständige Prüferin hat die von Bewertungsgutachterin für die Grobplanungsphase 2019 bis 2025 angesetzten Zahlen als „nachvollziehbar“ und als „sachgerechte Bewertungsgrundlage“ bezeichnet (PB Seite 53) und damit inzident auch die Vorgehensweise als methodisch anerkannt bestätigt.

### 3. Planungsprozess der Gesellschaft und allgemeine Einwände gegen die Planzahlen

Der Bewertung liegt folgende Ertragsplanung für den Detailplanungszeitraum 2016 bis 2018 zugrunde (vgl. PB Seite 48):

<b>Konsolidierte Planung Gruschwitz AG</b>			
<i>Währung: TEUR</i>	2016	2017	2018
<b>Gesamtleistung</b>	<b>22.000</b>	<b>22.800</b>	<b>24.000</b>
<b>Materialaufwand</b>	<b>-13.640</b>	<b>-14.136</b>	<b>-15.120</b>
<b>Rohertrag</b>	<b>8.360</b>	<b>8.664</b>	<b>8.880</b>
Personalaufwand	-5.676	-5.776	-5.876
Saldo aus sbE und sbA	-1.233	-1.213	-1.259
<b>EBITDA</b>	<b>1.451</b>	<b>1.675</b>	<b>1.745</b>
Abschreibungen	-830	-891	-779
<b>EBIT</b>	<b>621</b>	<b>784</b>	<b>966</b>
<b>Planungebereinigungen durch</b>			
<i>Währung: TEUR</i>	2016	2017	2018
Personalaufwand	44	45	46
Saldo aus sbE und sbA	-20	-20	-20
<b>Summe Bereinigungen</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>
<b>Bereinigte konsolidierte Planung Gruschwitz AG</b>			
<i>Währung: TEUR</i>	2016	2017	2018
<b>Gesamtleistung</b>	<b>22.000</b>	<b>22.800</b>	<b>24.000</b>
<b>Materialaufwand</b>	<b>-13.640</b>	<b>-14.136</b>	<b>-15.120</b>
<b>Rohertrag</b>	<b>8.360</b>	<b>8.664</b>	<b>8.880</b>
Personalaufwand	-5.632	-5.731	-5.830
Saldo aus sbE und sbA	-1.253	-1.233	-1.279
<b>EBITDA</b>	<b>1.475</b>	<b>1.700</b>	<b>1.771</b>
Abschreibungen	-830	-891	-779
<b>EBIT</b>	<b>645</b>	<b>809</b>	<b>992</b>

Zu präzisieren ist an dieser Stelle, dass die unternehmenseigene Planung zwei unterschiedliche Szenarien umfasste: eine Planung für den „optimistic case“ („unter günstigen Rahmenbedingungen und unter Nutzung der vorhandenen Potenziale wahrscheinlich erreichbar“, BewGA Seite 36 Ziff. 126), und eine Planung für den „downside case“ („bei tatsächlichem Eintritt bekannter Risiken“). Die Bewertungsgutachterin hat die für die Minderheitsaktionäre günstigeren Planzahlen des „optimistic case“ als Bewertungsgrundlage herangezogen (BewGA Seite 37, Ziff. 132; PB Seite 43). hat für die sachverständige Prüferin bei seiner Anhörung noch einmal bestätigt, dass es sich bei den Planzahlen um Erwartungswerte gehandelt habe (Bl. 674 d.A.).

#### a. Eigenverantwortliche Planung für die Jahre 2016 bis 2018

Aus dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht ergibt sich, dass der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren für das Geschäftsjahr 2016 eine vom Vorstand der Gesellschaft am 09. Dezember 2015 erstellte Budgetplanung zugrunde gelegt wurde, der der Aufsichtsrat am 16. Dezember 2015 zugestimmt habe. Eine solche Budgetplanung werde jährlich „als Teil des Planungs- und Berichterstattungsprozesses“ vom Vorstand vorgenommen (PB Seite 41; vgl. auch BewGA Seite 2 Ziff. 5 und Seite 34 Ziff. 112). Die Budgetplanung für 2016 entstammt somit einem regulären Planungsprozess.

Die Planung der Gesellschaft beruhte auf einer Budgetplanung der operativ tätigen Tochtergesellschaft Gruschwitz GmbH, welche wiederum auf einer detaillierten Umsatzplanung auf Kundenebene und einer darauf aufbauenden kundenbezogenen Materialaufwandsplanung sowie einer Fortschreibung weiterer Kostenpositionen basiert (PB Seite 41; BewGA Seite 37 Ziff. 128). Diese Budgetplanung umfasste sowohl bezogen auf die Gesellschaft als auch ihre Tochtergesellschaft eine (konsolidierte) Gewinn- und Verlustrechnung als auch Bilanz (PB Seite 41). Konkrete Anhaltspunkte für eine „Anlassbezogenheit“ der Budgetplanung ergeben sich bezogen auf die Budgetplanung 2016 nicht.

Die Umsatzplanung der Gesellschaft für 2016 beruhte nach übereinstimmender Darstellung der Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten und der sachverständigen Prüferin im Prüfungsbericht insbesondere auf Jahresgesprächen von Vertriebsverantwortlichen mit den „wesentlichen Kunden“ (PB Seite 41; BewGA Seite 37). Die Antragsteller Ziff. 42 und 43 haben schriftsätzlich die Durchführung dieser Jahresgespräche bestritten (Bl. 312 d.A.). Ob das pauschale Bestreiten planungsvorbereitender Maßnahmen ohne jeglichen von den Antragstellern dargelegten tatsächlichen Anhaltspunkt im Spruchverfahren überhaupt zulässig ist (dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 217, juris), und ob und inwieweit es auf die Durchführung derartiger Jahresgespräche zur Planungsvorbereitung für die Unternehmensbewertung überhaupt entscheidend ankommt, kann hier dahingestellt bleiben. Denn Herr Schultschik als ehemaliger Vorstand der Gesellschaft hat in der Verhandlung am 19.

Juli 2019 (Bl. 676 d.A.) detailliert und anschaulich ausgeführt, dass die Jahresgespräche mit den wesentlichen Kunden zur Vorbereitung des Budgets regelmäßig von den beiden Vorständen gemeinsam mit dem Vertriebsleiter durchgeführt wurden und dass alle Kunden mit wesentlichen Umsatzanteilen besucht wurden. Planungsbasis waren, wie von ihm glaubhaft ausgeführt, Angaben von 180 Kunden, darunter Informationen der „20 Top-Kunden“, die zusammen etwa 80% des Gesamtumsatzes repräsentierten. Aus den Angaben von Herrn Schultschik ergibt sich weiter, dass die Kundenangaben bei der Gesellschaft differenziert ausgewertet wurden, u.a. durch Vergleich zwischen Vorjahresangaben und tatsächlich für diese Vorjahre erreichten Ist-Zahlen bei der Kategorie der „ewigen Optimisten“. Das spricht für eine sehr solide Planungsbasis und -arbeit. Aufgrund der glaubhaften Angaben des Herrn Schultschik bleiben bei der Kammer keinerlei Zweifel, dass die schriftsätzlich von den Antragstellern Ziff. 42 und 43 bestrittenen Jahresgespräche tatsächlich durchgeführt wurden.

Die Tatsache der Durchführung von Jahresgesprächen mit wichtigen Kunden als planungsvorbereitende Maßnahme und die enge Einbindung des Vorstands in diese Phase der Planung waren außerdem lediglich einer von mehreren Faktoren, die bei der Planungsplausibilisierung durch die sachverständige Prüferin eine Rolle spielten. Die Wirtschaftsprüfer und haben bei der Anhörung auf den ihnen ermöglichten Abgleich der Kundenumsätze mit dem Budget und auf die ihnen vorliegende Kundendokumentation sowie auf weitere Möglichkeiten der Planungsplausibilisierung, etwa anhand von Erkenntnissen aus dem Marktvergleich und aus dem Vergleich früherer Ist- und Plan-Zahlen verwiesen (Bl. 677 d.A.).

Die schriftsätzlich gestellte Frage des im Termin nicht anwesenden und nicht vertretenen Antragstellers Ziff. 28 nach der Definition der „wesentlichen Kunden“ (Bl. 248 d.A.) ist durch die im Protokoll vom 19. Juli 2019 enthaltenen Angaben beantwortet.

Entgegen des Eindrucks, den verschiedene Antragsteller zu vermitteln versuchen, handelte es sich auch bei der Mittelfristplanung 2017 bis 2018 nicht etwa um eine solche der Antragsgegnerin und Mehrheitsaktionärin, sondern um vom Vorstand der Gesellschaft am 11. Februar 2016 eigenverantwortlich aufgestellte Planzahlen, denen der Aufsichtsrat am 30. März 2016 zugestimmt hat, wie sich dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin entnehmen lässt (BewGA Seite 2 Ziff. 5 und Seite 34 Ziff. 112; PB Seite 42) und von der Antragsgegnerin bestätigt wurde (Bl. 447 d.A.). Die Mittelfristplanung 2017 bis 2018 umfasste wie die Budgetplanung für 2016 Planzahlen für die Mutter- und die Tochtergesellschaft. Im Unterschied zur Budgetplanung existierte jedoch für die Planjahre 2017 und 2018 keine explizite konsolidierte GuV-Planung auf Konzernebene (PB Seite 43).

Die Besonderheit der Mittelfristplanung liegt im Übrigen darin, dass man sie formal als eine „anlassbezogene“ Planung qualifizieren könnte, weil sie zwar vom Vorstand als dem planungsverantwortlichen Organ der zu bewertenden Gesellschaft aufgestellt wurde, aber

außerhalb des regulären Planungsprozesses entstanden ist. Das wurde jedoch bereits im Bewertungsgutachten offengelegt (BewGA Seite 37 Ziff. 130) und hängt damit zusammen, dass die Aufstellung mittelfristiger Planungsrechnungen über den einjährigen Budgetzeitraum hinaus bei der Gesellschaft in der Vergangenheit nicht üblich war (PB Seite 42). Die Beschränkung auf eine einjährige Budgetplanung im regulären Planungsprozess ist bei kleineren Unternehmen nicht unüblich (vgl. auch Bl. 675 d.A.). Das scheint der Antragsteller Ziff. 42 übersehen zu haben, als er in der Verhandlung am 19. Juli 2019 nach der Vergleichbarkeit mit einer zuvor erstellten Mittelfristplanung fragte, denn es gab vor derjenigen vom Dezember 2015 keine (etwa im Jahr 2013 oder 2014 aufgestellte) Mittelfristplanung, die auch das Jahr 2016 umfasst (Bl. 674 f. d.A.) und einen Vergleich der jeweiligen Planansätze für 2016 zugelassen hätte.

Die Verlängerung der Planungsrechnung über den Budgetzeitraum hinaus für die Jahre 2017 bis 2018 wurde „speziell für die geplante Strukturmaßnahme ausgearbeitet“, wobei die sachverständige Prüferin bereits im Prüfungsbericht ausgeführt hat, sie halte die Verlängerung des Planungszeitraums für Zwecke der Unternehmensbewertung vor dem Hintergrund der Erfordernisse des IDW S1 als angemessen (PB Seite 42; vgl. BewGA Seite 37 Ziff. 130). Wirtschaftsprüfer Creutzmann hat für die Bewertungsgutachterin im Termin am 19. Juli 2019 ausgeführt, dass man für Bewertungszwecke eine Mittelfristplanung brauche (Bl. 675 d.A.). Unter der Prämisse einer Bewertung nach dem Ertragswertverfahren leuchtet das der Kammer ein, wobei eine vom Vorstand selbst aufgestellte mehrjährige Planung den Vorzug der größeren Sachnähe gegenüber einer von Wirtschaftsprüfern aus einer lediglich einjährigen Planung des Unternehmens entwickelten Reihe von Planzahlen hat.

Es kann dahingestellt bleiben, ob die Einschätzung des OLG Frankfurt zutrifft, dass selbst bei einer ausschließlich für Bewertungszwecke erstellten Planung schon allein wegen der Kontrolle durch den gerichtlich bestellten sachverständigen Prüfer kaum noch ein Anreiz bestehe, „zu Lasten von Minderheitsaktionären gezielt unzutreffende Werte anzugeben“ (OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. März 2012 – 21 W 11/11 –, Rn. 25). Faktische „Sonderplanungen“, die wie hier die Planzahlen für 2017 und 2018 ausschließlich zu Bewertungszwecken und außerhalb des formalen unternehmerischen Planungsprozesses erstellt wurden, fallen jedenfalls nur bedingt unter die unternehmerische Planungsvorhand (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12a W 2/15 –, Rn. 35; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. August 2016 – I-26 W 17/13 (AktE) –, Rn. 45). Sie sind inhaltlich im Spruchverfahren kritisch zu prüfen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 82, juris; Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O., § 34 bei Fn. 291 m.w.N.). Dem kommt die Kammer nach (vgl. unten).

#### b. Vornahme von Planungsanpassungen durch die Bewertungsgutachterin

Die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 behaupten, die Bewertungsgutachterin habe „umfassende Modifizierungen, Bereinigungen und Anpassungen“ der konzerninternen Planungsrechnung

vorgenommen, und verweisen (freilich ohne konkrete Angabe einer Seitenzahl oder Randziffer) auf das Bewertungsgutachten. Sie beanstanden die Vorgehensweise als unzulässig (Bl. 158 d.A.). Einige Antragsteller (etwa Ziff. 2 bis 6, Bl. 71 d.A.) fordern die Rückgängigmachung.

Allerdings hat die Bewertungsgutachterin keine „umfassenden“, sondern punktuelle, auf einzelne Elemente der Planung des Unternehmens zur Detailplanungsphase bezogene Anpassungen vorgenommen. Sie hat den von der Gesellschaft geplanten Personalaufwand sowie den Saldo aus sonstigen betrieblichen Erträgen und Aufwendungen in der Detailplanungsphase 2016 bis 2018 angepasst („Bereinigungen“). Diese Bereinigungen haben in Summe jeweils zu einem höheren EBITDA und einem höheren EBIT geführt (vgl. PB Seite 48). Da sich diese Anpassungen zu Gunsten der abzufindenden Minderheitsaktionäre auswirken – wie von bei der Anhörung bestätigt (Bl. 678 d.A.) – und da sie von der Antragsgegnerin nicht in Zweifel gezogen wurden (Bl. 446, 450 d.A.), sieht die Kammer keinen Grund, dem auf die Anpassungen bezogenen Anliegen der vorgenannten Antragsteller nachzugehen, deren Rückgängigmachung zu einem niedrigeren Ertragswert führen würde als dem tatsächlich errechneten. Es besteht daher vorliegend auch kein Anlass, der Behauptung der Antragsgegnerin nachzugehen, dass die vorgenommenen Anpassungen mit dem Vorstand diskutiert worden seien und dieser mit ihnen einverstanden gewesen sei (Bl. 450 d.A.).

#### 4. Plausibilität der Planzahlen für die Detailplanungsphase 2016 bis 2018

Wie bereits ausgeführt (oben 1.), unterliegen die Zahlen der Budgetplanung 2016 im Spruchverfahren nur einer eingeschränkten gerichtlichen Überprüfung auf Plausibilität. Wegen der Eigenverantwortlichkeit gilt das grundsätzlich auch für die Mittelfristplanung 2017 bis 2018, wobei die Kammer diese Planung wegen ihrer Anlassbezogenheit aus bereits genannten Gründen (oben 3.) einer besonders kritischen Überprüfung unterzieht.

##### a. Prüfung anhand von Vergangenheitszahlen und Branchenvergleich

###### aa. Vergangenheitsanalyse

Sowohl die Bewertungsgutachterin (BewGA Seite 38 ff.) als auch die sachverständige Prüferin (PB Seite 37 ff.) haben eine aus Sicht der Kammer hinreichende Vergangenheitsanalyse zur Überprüfung der Planungstreue und Plausibilisierung vorgenommen und einzelne Zahlen der Vergangenheit im Interesse der besseren Vergleichbarkeit konform mit den Regeln des IDW (IDW S1 i.d.F. 2008, Rz. 73) bereinigt (dazu Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. Rn. 447; Franken/Schulte, in Fleischer/Hüttemann/Adolff, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2014, § 5 Rn. 98 ff.).

Nicht überzeugend ist die in der Verhandlung am 19. Juli 2019 vom Antragsteller Ziff. 42 vertretene Ansicht, Gründe für Abweichungen früherer Plan- von Ist-Zahlen interessierten nicht

(Bl. 678 d.A.). Man kann, wie von vorgetragen, die Beurteilung der Planungsrechnung und von Planabweichungen in der Vergangenheit nicht von den Gründen derartiger Planabweichungen trennen (vgl. Franken/Schulte, in Fleischer/Hüttemann/Adolff, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung a.a.O. § 5 Rn. 107). Wenn solche Abweichungen auf nicht vorhersehbaren Kundenentwicklungen beruhen, stellt das die Verlässlichkeit der Planung nicht in Frage. Zweifel an der Planungsgüte bestanden im vorliegenden Fall nicht (Bl. 678 d.A.).

#### bb. Branchenvergleich

Ohne fundierte Kenntnisse des spezifischen Marktes, in dem ein Unternehmen tätig ist, kann eine Unternehmensplanung in der Regel weder verifiziert noch modelliert werden (vgl. das Zitat von Habel/Krause/Ollmann bei Wollny, a.a.O. Seite 262). Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin sind auf den für die Bewertung relevanten Markt und auf die Positionierung der Gesellschaft in diesem Markt eingegangen (BewGA Seite 17 ff.; PB Seite 35 ff.). Die Antragstellerin Ziff. 1 bescheinigt der Detailplanung, dass sie „die allgemeine Marktentwicklung wenigstens ansatzweise“ widerspiegele (freilich wurde sie nicht von der Antragsgegnerin „vorgelegt“, wie behauptet, sondern von der Gesellschaft erstellt) (Bl. 29 d.A.).

#### b. Synergien

Einige Antragsteller fordern, vermeintlich unberücksichtigt gebliebene unechte Synergieeffekte zu prüfen (Antragsteller Ziff. 15 bis 21, Bl. 151 d.A.; Ziff. 24, Bl. 205 Rs.; Ziff. 29, Bl. 267 d.A.). Dies dürfte als standardisierte Bewertungsrüge einzuordnen sein, die für den vorliegenden Fall nicht passt. Wie sich aus dem Übertragungsbericht ergibt, hatte die Mehrheitsaktionärin bis zur Übertragung und Verschmelzung kein eigenes operatives Geschäft, sondern verwaltete lediglich die Beteiligung an der Gruschwitz Textilwerke AG (Übertragungsbericht Seite 4). Woraus in dieser Konstellation bewertungsrelevante unechte Synergieeffekte herrühren sollen, ist nicht ersichtlich (zur Abgrenzung zu nicht bewertungsrelevanten echten Synergieeffekten IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 33 f.; BGH, Beschluss vom 04. März 1998 – II ZB 5/97 –, BGHZ 138, 136-142, Rn. 11; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 169, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11 –, Rn. 146, juris; LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16, Rn. 102, juris.).

#### c. Plausibilisierung der Planzahlen im Einzelnen

##### aa. Detailplanung der Umsatzerlöse / Gesamtleistung

##### aaa. Planung der Umsatzerlöse / Gesamtleistung 2016

Für das Geschäftsjahr 2016 wurde eine Gesamtleistung von 22 Mio. EUR geplant (BewGA Seite 41; PB Seite 42). Die Bewertungsgutachterin bezeichnet diese Planung als „vergleichsweise

ambitioniert“ (BewGA Seite 45 Ziff. 154). Die genannte Summe ergibt sich laut Bewertungsgutachten und Prüfungsbericht aus einer detaillierten Umsatzplanung auf Ebene der einzelnen Kunden, wobei diese Planung insbesondere auf den vom Vertrieb mit wesentlichen Kunden geführten Jahresgesprächen sowie bei kleineren Kunden auf Erfahrungswerten basiert habe (BewGA Seite 42 Ziff. 142; PB Seite 43). Soweit die Antragsteller Ziff. 42 und 43 die Durchführung der Jahresgespräche schriftsätzlich bestritten haben (Bl. 312 d.A.), wird auf die obigen Ausführungen (3.a.) und die glaubhaften, im Protokoll vom 19. Juli 2019 wiedergegebenen Ausführungen des Herrn Schultschik verwiesen (Bl. 676 d.A.).

Die Beurteilung der Planzahlen der Gesellschaft folgt entsprechend der seit 2015 bestehenden kunden- und marktorientierten Vertriebsstruktur (dazu BewGA Seite 12 f. Ziff. 42 ff.; PB Seite 34) den vier Vertriebssegmenten der Gesellschaft:

Vertriebssegment	Zugehörige Marktsegmente
Vertriebssegment 1	MobilTec (textiltechnische Produkte für Automobilindustrie, Schiff- und Flugzeugbau, Bahn, Raumfahrt)
	ProTec (Schutztextilien etwa für Feuerwehr, Polizei, Militär)
Vertriebssegment 2	MedTec (Spezialgarne für die Medizintechnik, etwa für Implantationsnetze, medizinische Nähfäden, Zahnbürsten, Geräte, Bänder und Sehnen ersetzende Spezialgarne)
	AeroTec (Textilien für die Luftfahrt)
Vertriebssegment 3	InduTec (Industrietextilien)
	BuildTec (Bautextilien)
	HomeTec (Heimtextilien)
Vertriebssegment 4	SewTec (Nähfaden)

Die Planzahlen für die Vertriebssegmente sind im Prüfungsbericht genannt (PB Seite 43):

Zahlen in TEUR	IST 2015	PLAN 2016	Veränderung ggü. Vorjahr	Anteil an der Gesamtleistung
Vertriebssegment 1 (MobilTec, ProTec)		8.050	5,6%	36,6%
Vertriebssegment 2 (MedTec, AeroTec)		3.800	-7,4%	17,3%
Vertriebssegment 3 (InduTec, BuildTec, HomeTec)		6.600	19,7%	30,0%
Vertriebssegment 4 (SewTec)		3.550	19,2%	16,1%
	<b>19.611</b>	<b>22.000</b>	<b>12,2%</b>	<b>100,0%</b>

Schon anhand der Entwicklung der Planzahlen für 2016 gegenüber den Ist-Zahlen für 2015 und dem sich daraus ergebenden Wachstum der Gesamtleistung um 12,2% ist die Behauptung

mehrerer Antragsteller widerlegt, es sei überhaupt kein Wachstum geplant (etwa Antragsteller Ziff. 22, Bl. 177 d.A.; Ziff. 25, Bl. 214 d.A.; Ziff. 26, Bl. 229 d.A.; Ziff. 37, Bl. 282).

Die Antragstellerin Ziff. 1 verweist zur Begründung ihrer Kritik an der Detailplanung zu Umsatzerlösen (Bl. 25 d.A.) auf im Vergleich zum Gesamtmarkt für „technische Textilien“ überdurchschnittliche Prognosen von Wachstumsraten bei technischen Textilien für die Branchen „Automobilindustrie“ (Segment MobilTec), „Medizintechnik“ (Segment MedTec) und die Industrie allgemein (Segment „InduTec“). Diese Prognosen entnimmt sie dem Bewertungsgutachten selbst (Bl. 7 Rz. 13, 14; Bl. 25 Rz. 79). Die Erwähnung der Prognosen im Bewertungsgutachten, aber auch die nachfolgende Analyse der Planzahlen sprechen für ihre Berücksichtigung bei der Bewertung.

Die Fokussierung auf die drei genannten Marktsegmente MobilTec, InduTec und MedTec ist berechtigt, denn in der Vergangenheit steuerten diese drei genannten Marktsegmente zusammen den Hauptbeitrag zu den Umsatzerlösen bei. Die weitere segmentbezogene Analyse der Planung ergibt:

(1) Vertriebssegment 1 (Marktsegmente MobilTec, ProTec)

Bei der Einordnung des im Bewertungsgutachten enthaltenen und von der Antragstellerin Ziff. 1 aufgegriffenen Hinweises auf die von der Commerzbank AG in einem Branchenbericht prognostizierte Wachstumsrate von 5,0% im Marktsegment MobilTec für 2014 bis 2018 (Bl. 25, 7 d.A.) dürfen folgende Aspekte nicht vernachlässigt werden:

Die geplante Steigerung der Umsatzerlöse von 5,6% für das Jahr 2016 gegenüber 2015 im Vertriebssegment 1 (bestehend aus dem immer noch umsatzstärksten Marktsegment MobilTec und dem im Verhältnis dazu nicht besonders ins Gewicht fallenden Marktsegment ProTec) liegt über der im genannten Branchenbericht prognostizierten mittelfristigen Wachstumsrate von 5,0% (vgl. BewGA Seite 19 Ziff. 68). Der prozentuale Beitrag des Vertriebssegments 1 an der geplanten Gesamtleistung 2016 entspricht mit 36,6% nahezu dem Anteil allein des Marktsegments MobilTec von 36,2% im Vorjahr 2015 (BewGA Seite 15 Ziff. 52).

Während der allgemeine Trend des *globalen Markts* für technische Textilien in den Jahren 2010 bis 2013 positiv verlief (PB Seite 35 Grafik links), entwickelte sich das Marktvolumen technischer Textilien in *Deutschland* nach einer deutlichen Steigerung zwischen 2009 und 2011 wieder deutlich rückläufig (BewGA Seite 18 Ziff. 63). Es ist plausibel, dass die Gesellschaft von diesem Trend stark betroffen war, denn sie ist ohnehin auf einzelne Kunden orientiert und ihre Abnehmer sind hauptsächlich inländische Unternehmen, mit einem Umsatzanteil von 76,9% (2015; BewGA Seite 16 Ziff. 56).

Zudem war der Gesamtumsatz bei der Gesellschaft zwischen 2012 und 2015 rückläufig (BewGA Seite 15 Ziff. 52). In besonderem Maße betroffen war das Marktsegment MobilTec. Wesentliche Kunden der Gesellschaft im Marktsegment MobilTec waren in der Vergangenheit insbesondere die Hersteller von Schläuchen und Antriebsriemen (BewGA Seite 16 Ziff. 57). Gerade als mittelbarer Zulieferer für die Automobilindustrie hatte die Gesellschaft in der Vergangenheit vor dem Bewertungsstichtag eine deutlich rückläufige Entwicklung bei den Umsatzerlösen zu verzeichnen: Absolut gesehen, ging der Umsatzbeitrag dieses Marktsegments der Gesellschaft von über 15,2 Mio. EUR (2012) auf unter 7,4 Mio. EUR (2015) zurück (Rückgang um über 51%), und auch relativ gesehen reduzierte sich der Umsatzanteil von rund 53,5% (2012) auf rund 36,2% (2015) (BewGA Seite 15 Ziff. 52).

Hauptursache der negativen Umsatzentwicklung im Geschäftssegment MobilTec in der Vergangenheit, die gegenläufig zum allgemeinen Trend verlief, war der Wegfall eines Großkunden aus der Automobilindustrie (BewGA Seite 15 Ziff. 53). Continental, die zusammen mit Johnson & Johnson „in guten Jahren“ etwa 40% zum Umsatz beigetragen hatte (vgl. Bl. 679 d.A.), hatte eine beschaffungsstrategische Entscheidung getroffen, die Kooperation mit einem Zulieferer zu beenden, was dazu führte, dass die Gruschwitz Textilwerke AG als Zwirner in der Wertschöpfungskette ersetzt wurde. Diese Entscheidung hatte der Großkunde über die Jahre 2013 bis 2015 sukzessive umgesetzt (BewGA Seite 28 Ziff. 94; Seite 38 Ziff. 136).

Die sachverständige Prüferin führt aus, dass sich der Kundenverlust langfristig auswirke und zu einer „nachhaltigen, spürbaren Reduktion der Gesamtleistung“ führe (PB Seite 38).

Die Gesellschaft reagierte hierauf mit einer Veränderung des Geschäftsmodells, mit einer Reduzierung der früher hohen Abhängigkeit vom zyklisch geprägten Markt mit Abnehmern aus der Automobilindustrie, mit einer Fokussierung auf Nischenmärkte, die durch stetig anhaltende Produktweiterentwicklungen und -erneuerungen bedient und neu geschaffen werden sollen (PB Seite 35), und mit einer Fokussierung auf kundenspezifische Neuentwicklungen (BewGA Seite 15). Im Geschäftsbericht 2015 ist von einem konsequent verfolgten Weg der Diversifikation die Rede (Anl. AG 10 Seite 9).

Der Kammer leuchtet ein, dass überdurchschnittlich hohe Energie- und Personalkosten in Deutschland die am globalen Markt für technische Textilien tätigen inländischen Hersteller verstärkt zu Innovation und Modernisierung zwingen, um sich im Wettbewerb mit Herstellern aus kostengünstigeren Produktionsländern behaupten zu können, und dass die Fokussierung auf die Herstellung spezialisierter Produkte für Nischenmärkte für diese Unternehmen eine zukunftsweisende Strategie sein kann, insbesondere wenn – wie im Falle der Gesellschaft – Alleinstellungsmerkmale fehlen und auf Patentierungen verzichtet wird, wie im Prüfungsbericht ausgeführt (PB Seite 35). Nur durch Konzentration auf die Fertigung „technisierter, qualitativ hochwertiger und anspruchsvoller Textilien“ können sich deutsche Hersteller am Markt von den

Massen- und Standardprodukten der Hersteller aus Ländern wie China und Indien abgrenzen (BewGA Seite 17 Ziff. 61).

Innovationen aber benötigen Zeit bis zur Markteinführung und Realisierung von Umsatzerlösen, oft deutlich länger als von Kunden angenommen (Anl. AG 10 Seite 9). Nicht zu vernachlässigen ist in diesem Zusammenhang, dass von etwa 250 bis 300 unternehmenseigenen Neuentwicklungsprojekten, die jährlich bei der Gesellschaft durch Kundenwünsche initiiert werden, nur etwa 10% später auch tatsächlich umgesetzt werden (BewGA Seite 15 Ziff. 54).

Künftiges Wachstum musste vor diesem Hintergrund am Bewertungsstichtag realistischerweise von einem wesentlich niedrigeren Umsatzniveau ausgehen und konnte nicht auf der Grundlage des guten Geschäftsjahrs 2013 geplant werden. Der Umstand, dass die Gesellschaft bei ihrer Budgetplanung 2016 trotz der geschilderten Veränderungen und Verschiebungen zulasten des Marktsegments MobilTec in den vergangenen Jahren gleichwohl im Vertriebssegment 1 für 2016 sogar noch mit einer überdurchschnittlichen Steigerung des Umsatzes plante, den Abwärtstrend der vergangenen Jahre mithin als durchbrochen ansah, deutet auf eine für diesen Bereich eher zu optimistische Planung hin. Die Kritik der Antragstellerin Ziff. 1 ist in diesem Punkt jedenfalls nicht nachvollziehbar.

#### (2) Vertriebssegment 2 (MedTec, Aerotec)

Der für das Vertriebssegment 2 geplante Rückgang der Umsatzerlöse 2016 gegenüber 2015 von 7,4% ist sachlich durch den Wegfall eines bedeutenden Kunden aus dem Bereich Medizintechnik begründet (PB Seite 43), der die strategische Entscheidung getroffen hatte, die bisher von der Gesellschaft in Lohnfertigung durchgeführte Produktion selbst zu übernehmen (BewGA Seite 29 Ziff. 94; Seite 39 Ziff. 137). Die Produktionsverlagerung sollte planmäßig im dritten Quartal 2016 abgeschlossen werden (BewGA Seite 42 Ziff. 143). Der für 2016 geplante Rückgang liegt im Trend des Umsatzrückgangs des Marktsegments MedTec der Gesellschaft im Vorjahr 2015 gegenüber 2014 (-23,4%, vgl. BewGA Seite 15 Ziff. 52).

Der Vorstand der ehemaligen Gruschwitz Textilwerke AG hat in der Verhandlung am 19. Juli 2019 berichtet, dass die Gesellschaft mit Johnson & Johnson in den besten Jahren einen jährlichen Umsatz von 2,5 Mio. EUR erzielt hatte, dass die Aufträge insbesondere wegen des nicht notwendigen eigenen Materialeinsatzes „ausgezeichnet für die Marge“ gewesen seien und dass es deshalb ein „richtiger Schlag ins Kontor“ gewesen sei, als Johnson & Johnson mitgeteilt habe, die Produktion selbst übernehmen zu wollen. Der Kunde sei der „Hauptmargenbringer“ gewesen (Bl. 679, 681 d.A.). Am Bewertungsstichtag galt es somit unter Einbeziehung der Änderungen im Bereich MobilTec (vgl. oben), den sukzessiven Wegfall von etwa 40% des in guten Jahren erzielten früheren Umsatzes zu kompensieren.

### (3) Vertriebssegmente 3 (InduTec, BuildTec, HomeTec) und 4 (SewTec)

Die für das Vertriebssegment 3 geplante Steigerung der Umsatzerlöse 2016 gegenüber 2015 von 19,7% liegt deutlich über der im Bewertungsgutachten mitgeteilten Prognose für das Marktwachstum von 4,5% aus dem bereits erwähnten Branchenbericht der Commerzbank AG. Die auf diese Prognose gestützte Kritik der Antragstellerin Ziff. 1 an der Planung ist bezogen auf das genannte Vertriebssegment nicht nachvollziehbar. Dasselbe gilt für die geplante Umsatzsteigerung von 19,2% im Vertriebssegment 4 (SewTec). Dass in diesen Segmenten ein über der Planung liegendes allgemeines Marktwachstum prognostiziert worden wäre, behauptet auch die Antragstellerin Ziff. 1 nicht.

### (4) Plausibilität der geplanten Gesamtleistung 2016

Die sich in Summe ergebende, geplante Steigerung der Gesamtleistung 2016 von rund 12,2% gegenüber dem Vorjahr ist beachtlich und liegt mit großem Abstand über der mittelfristigen Wachstumsprognose von nur 3,0% des zitierten Branchenberichts der Commerzbank AG für den gesamten Markt der technischen Textilien (BewGA Seite 19 Ziff. 68).

Der Hinweis der Antragsteller Ziff. 10 bis 13 darauf, dass das Geschäftsjahr 2016 am Bewertungsstichtag fast zur Hälfte schon abgelaufen war (Bl. 119 d.A.), ist zwar in der Sache richtig. Aus ihrem Vortrag ergibt sich aber nicht, dass und aus welchen Gründen die Planzahlen für 2016 unrealistisch gewesen sein sollen.

### bbb. Planung der Umsatzerlöse / Gesamtleistung 2017 und 2018

Nachdem in der Vergangenheit eine über den Budgetplanungszeitraum von einem Jahr hinausgehende Planung nicht üblich gewesen war (PB Seite 42), und nachdem sich diese Planung in erster Linie auf Erkenntnisse aus Jahresgesprächen des Vertriebs mit den wichtigsten Kunden gestützt hatte, ist nachvollziehbar, dass als Grundlage für die Planung der Gesamtleistung der Jahre 2017 und 2018 nicht auf entsprechende Kundengespräche zurückgegriffen werden konnte, weil Kunden in solchen Gesprächen regelmäßig keine weitergehenden Aussichten als maximal für das nächste Geschäftsjahr geben (Bl. 453 d.A.). Zwangsläufig mussten für die Planjahre 2017 und 2018 auf eine detaillierte Fortschreibung auf Ebene der einzelnen Kunden verzichtet und die Planzahlen stattdessen auf aggregierter Ebene fortentwickelt werden (BewGA Seite 42 Ziff. 144). Die sachverständige Prüferin hat diese „vereinfachte Fortschreibung“, die als Mittelfristplanung durch das Unternehmen selbst erfolgt ist, zu Recht als sachgerecht bezeichnet (PB Seite 44).

Die Antragsteller Ziff. 10 bis 13 rügen, in der Detailplanungsphase sei „zu planen“ und „nicht einfach eine Annahme zu machen“, und bezeichnen die geplanten Umsatzerlöse für 2017 und 2018 ohne nähere Begründung als „viel zu konservativ“ (Bl. 119 d.A.). Diese Kritik an der

Planungsmethodik der Gesellschaft führt nicht weiter. Freilich hat die Kammer die Planung der Gesellschaft für die Jahre 2017 und 2018 aus anderen Gründen (vgl. oben 3. a.), nämlich wegen der offengelegten Planung außerhalb des regulären Planungsprozesses allein aus Anlass des seinerzeit bevorstehenden Squeeze Out, einer kritischen Prüfung unterzogen.

Die Behauptung der Antragsteller Ziff. 10 bis 13, dass bei der Gesellschaft mit Wachstumsraten von 15% p.a. „sicher gerechnet“ werden konnte (Bl. 119 d.A.), ist nicht durch überprüfbare Fakten unterlegt, anhand von Vergangenheitszahlen nicht einmal annähernd belegbar und von der Antragsgegnerin zu Recht als unsubstantiiert und „bestenfalls Phantasie“ bezeichnet worden (Bl. 456 d.A.). Zudem scheinen die genannten Antragsteller den in jüngster Vergangenheit verkrafteten absehbaren und teilweise bereits erfolgten Wegfall der beiden bereits erwähnten Großkunden zu vernachlässigen, die zusammen in guten Jahren 40% des Umsatzes generiert hatten (Bl. 679 d.A.),

Der Hinweis, es handele sich um ein „High Tech“-Unternehmen, ist wenig aussagekräftig und spricht nicht für die Richtigkeit der aufgestellten These. Tatsache ist, dass die Gesellschaft von 2013 bis 2015 deutlich rückläufige Umsätze und im Konzernabschluss des Jahres 2015 sogar einen Verlust hinnehmen musste (Übertragungsbericht Seite 14). Mit dem laut „Branchenbericht“ der Commerzbank AG vom August 2014 für die Jahre bis 2018 prognostizierten Marktwachstum technischer Textilien weltweit von insgesamt durchschnittlich 3,0% und der Tätigkeit der Gesellschaft in einem „Nischenmarkt“ (vgl. BewGA Seite 19) ist das aus Sicht der Antragsteller angeblich sichere Umsatzwachstum der Gesellschaft von 15% p.a. (also ein gegenüber dem Markt fünfmal so hohes Umsatzwachstum) ebenfalls nicht zu erklären. Weder aus dem Übertragungsbericht noch aus dem Bewertungsgutachten oder dem Prüfungsbericht ergeben sich Anhaltspunkte dafür, dass die Gesellschaft aus maßgeblicher Perspektive am Bewertungsstichtag „sicher“ sein konnte, nach Verlust von Großkunden und –aufträgen in der unmittelbaren Vergangenheit rasch wieder einen oder mehrere neue lukrative, umsatz- und margaenstarke Großaufträge zu gewinnen, um damit in den kommenden Jahren jeweils fünfmal so stark zu wachsen wie das allgemein prognostizierte durchschnittliche jährliche Marktwachstum. Wie bereits ausgeführt, diversifizierte das Management das Geschäftsmodell und war bestrebt, die Abhängigkeit von einzelnen Großkunden oder Branchen wie etwa der Automobilindustrie zu reduzieren. Wie bereits ausgeführt, ging es zunächst darum, weggebrochene bzw. wegbrechende beträchtliche Umsatzanteile und Margen zu kompensieren.

Die Gesellschaft wird zwar als Marktführerin in Europa „im Nischensegment für anspruchsvolle technische Spezialzwirne und –garne“ gesehen (BewGA Seite 22 Ziff. 79). Gegen die von den Antragstellern Ziff. 10 bis 13 behauptete „Preissetzungsmacht“ der Gesellschaft (Bl. 120 d.A.) spricht jedoch *erstens* das Wettbewerbsumfeld der Gesellschaft, das nach glaubhafter Darstellung der sachverständigen Prüferin (PB Seite 35) als „durch eine Vielzahl von

Wettbewerbern geprägt" charakterisiert ist. Die Bewertungsgutachterin erwähnt Konkurrenz nicht nur durch kleinere mittelständige Unternehmen, sondern auch durch internationale Konzerne mit Teilen ihres Produktportfolios (BewGA Seite 19 Ziff. 66). *Zweitens* ist die große Abhängigkeit der Gesellschaft von drei Großkunden zu berücksichtigen, mit denen die Gesellschaft beispielsweise 2015 rund 30% des Umsatzes generiert hatte, durch die einer etwaigen Preissetzungsmacht der Gesellschaft gegenüber diesen Kunden jedoch auch Grenzen gesetzt wurden. *Drittens* fällt die immer noch große Abhängigkeit von der Automobilindustrie ins Gewicht (PB Seite 35). Hier kann nicht außer Betracht bleiben, dass aufgrund einer 2013 getroffenen beschaffungsstrategischen Entscheidung eines Großkunden aus der Automobilindustrie, eine Kooperation mit einem dritten Zulieferer zu beenden, letztlich auch die Gruschwitz Textilwerke AG als Lieferant technischer Textilien durch einen anderen Lieferanten ersetzt wurde und infolgedessen erhebliche Umsätze nachhaltig verlor (BewGA Seite 28 Ziff. 94; PB Seite 38, 39). Die Bewertungsgutachterin spricht von „absatzzeitigem Preisdruck vor allem im Marktsegment MobilTec bei begrenztem Effizienzsteigerungspotential in der Produktion" und erwähnt zudem Risiken aufgrund möglicher konjunktureller Einbrüche in wichtigen Abnehmermärkten (BewGA Seite 23 Ziff. 80). Der von den Antragstellern Ziff. 10 bis 13 behaupteten „Preissetzungsmacht" der Gesellschaft als vermeintlichem „Wachstumstreiber" ist schließlich entgegenzuhalten, dass Großkunden zumindest außerhalb des durch Patente geschützten Bereichs die Möglichkeit haben, eine bisher in Lohnfertigung von der Gesellschaft durchgeführte Produktion selbst zu übernehmen – womit die Gesellschaft in der Vergangenheit im Bereich Medizintechnik schon konfrontiert war (BewGA Seite 29 Ziff. 94). Gerade der Verlust wichtiger Großkunden, mit deren Aufträgen zuvor hohe Margen erreicht worden war (BewGA Seite 48 Ziff. 164), stellt die antragstellerseits aufgestellte These von der „Preissetzungsmacht" der Gesellschaft in Frage.

Soweit die Antragsteller Ziff. 10 bis 13 pauschal die vermeintlich so gut wie nicht berücksichtigten Wachstumsmöglichkeiten im Ausland thematisieren (Bl. 120 d.A.), ergeben sich weder aus ihrem Vortrag noch aus von der Antragsgegnerin vorgelegten Unterlagen Anhaltspunkte für eine im Unternehmenskonzept am Bewertungsstichtag verankerte Absicht, im Ausland zu expandieren (Bl. 453 d.A.). Es stellt sich auch die Frage, ob ein verstärktes Wachstum im Ausland durch dort generierte Neukunden oder durch Produktions- und Kapazitätsausweitung mit neuen Produktionsstätten im kostengünstigeren Ausland überhaupt mit dem Geschäftsmodell der Gesellschaft in Einklang zu bringen gewesen wäre, denn sie hat sich auf die Herstellung innovativer, qualitativ und technisch hochwertiger Textilprodukte spezialisiert (vgl. PB Seite 35) und sich damit als Anbieter in einem Nischenmarkt gerade von den etwa in China oder Indien ansässigen Herstellern von Massen- und Standardprodukten abgegrenzt (BewGA Seite 17 Ziff. 61). Aus Sicht der Kammer ergeben sich für die Gesellschaft aufgrund des technischen Fortschritts potentieller Wettbewerber in Schwellenländern eher Risiken als Wachstumschancen im Ausland (vgl. BewGA Seite 23 Ziff. 80).

Die sich aus dem Bewertungsgutachten (BewGA Seite 41 Ziff. 141) ergebenden Planzahlen zur Gesamtleistung ergeben folgendes Gesamtbild:

Zahlen in TEUR	IST 2015	PLAN 2016	Veränderung ggü. Vorjahr	PLAN 2017	Veränderung ggü. Vorjahr	PLAN 2018	Veränderung ggü. Vorjahr	durchschn. Wachstum 2016-2018
Gesamtleistung	19.611	22.000	12,2%	22.800	3,6%	24.000	5,3%	7,0%

Bereinigt um Effekte aus der im Jahr 2016 auslaufenden Produktion für zwei Großkunden hätte sich von 2016 auf 2017 eine Steigerung um 7,2% ergeben (BewGA Seite 42 Ziff. 144), die das prognostizierte mittelfristige Wachstum von 3,0% für technische Textilien laut dem bereits erwähnten Branchenbericht deutlich übertrifft (BewGA Seite 19 Ziff. 68). Als gegenüber dem prognostizierten Marktwachstum überdurchschnittlich einzustufen ist auch die geplante Steigerung 2017 / 2018 und das insgesamt für die Planjahre 2016 bis 2018 angenommene Umsatzwachstum von durchschnittlich 7,0%.

Die gesamte Planung der Gesamtleistung durch die Gesellschaft für die Jahre 2016 bis 2018 ist zur Überzeugung der Kammer nach alledem weit entfernt von einer inhaltlich durch den Hauptaktionär manipulierten, zu pessimistischen anlassbezogenen Planung zur Minimierung des Unternehmenswerts. Selbst wenn die tatsächlich existierende Mittelfristplanung für die Jahre 2017 und 2018, die nur anlässlich der anstehenden Bewertung vom Vorstand erstellt wurde, so von der Gesellschaft nicht aufgestellt worden wäre, und wenn deshalb die Bewertungsgutachterin oder das Gericht für diese beiden Jahre selbst eine Umsatzplanung erstellt hätte, hätte die Kammer sicher keine höheren Zahlen angesetzt als die in der tatsächlichen Planung zugrunde gelegten, sondern angesichts des Umsatzrückgangs von 2012 bis 2015 und des geschilderten Wettbewerbsdrucks tendenziell geringere, näher beim Durchschnitt der Marktprognose für technische Textilien weltweit liegende Wachstumsraten (vgl. BewGA Seite 19 Ziff. 68) zugrunde gelegt und mangels besserer Erkenntnisse höchstens auf die Werte der Budgetplanung 2016 als Ausgangs- und Erwartungswerte zurückgegriffen.

Die Bewertungsgutachterin nennt als „Wachstumstreiber“ im Marktsegment MobilTec etwa die wachsende Fahrzeugproduktion und zunehmende Anforderungen an die Gewichtsreduktion, im Marktsegment InduTec „nur“ die allgemeine, global steigende Industrieproduktion bei steigender Komplexität der Produktionsprozesse, im Marktsegment MedTec v.a. die demografische Entwicklung und die Nano-, Bio- und Oberflächentechnologie (BewGA Seite 20 Ziff. 71). Trotz diversifizierter Geschäftstätigkeit rechtfertigen die vorgenannten „Wachstumstreiber“ aus Sicht der Kammer keine noch höheren Planansätze bei der Gesamtleistung.

bb. Material- u. Personalaufwand, sonstige betriebliche Aufwendungen / Erträge, EBITDA

Für das Budget 2016 wurde der Materialaufwand laut Bewertungsgutachten vom Vertriebscontrolling auf der Grundlage des geplanten Produktionsprogramms für die

wesentlichen Kunden auf der Basis von Rohstoffmengen und erwarteten Rohstoffeinkaufspreisen geplant und für den Absatz an Kleinkunden der Materialanteil anhand von Erfahrungswerten festgelegt. Es ergab sich für 2016 eine mit 62,0% gegenüber 2015 (62,6%) verbesserte Materialaufwandsquote, die für das Planjahr 2017 fortgeschrieben wurde. Für das Planjahr 2018 wurde die Materialaufwandsquote maßvoll auf 63,0% erhöht, was plausibel mit der Änderung der Struktur des Produktionsprogramms (Wandel von der reinen Verarbeitung von durch den Kunden gelieferten Rohstoffen zur vollintegrierten Produktion) sowie mit dem Preisdruck am Markt begründet wurde (BewGA Seite 41, 43; PB Seite 46). Bei der Beurteilung ist, worauf die sachverständige Prüferin hingewiesen hat, zu berücksichtigen, dass von Jahr zu Jahr vergleichende Materialaufwandsquoten-Betrachtungen ohnehin nicht vollständig zueinander kompatibel sind, weil sich die Quote abhängig vom Auftragsbestand und Geschäftslage, dem Umfang des Lohngeschäfts, dem Umfang niedrigmargiger Aufträge mit hohen Umsatzvolumina und dem Umfang der beschäftigten Leiharbeiter (im Materialaufwand erfasst, nicht im Personalaufwand) ändert (PB Seite 38).

Die Planung des Materialaufwands für die Planjahre 2016 bis 2018 ist aus Sicht der Kammer nicht zu beanstanden.

Die Zielrichtung des auf die Materialkosten- oder Materialaufwandsquote bezogenen Vortrags der Antragstellerin Ziff. 1 (Bl. 26 ff. d.A.) ist nicht nachvollziehbar. Der von ihr vorgenommene vergangenheitsbezogene Vergleich des prozentualen Anteils durchschnittlicher Materialkosten vom Umsatz in der Branche deutscher Hersteller technischer Textilien von rund 54% etwa im Jahr 2013 („Materialeinsatzquote“ laut Tabellenüberschrift) mit der rechnerischen „Materialaufwandsquote“ bei der Gruschwitz Textilwerke AG von rund 66% für dasselbe Jahr (Bl. 26, 27 d.A.) zeigt zunächst nur, dass der Materialaufwand bei der Gruschwitz Textilwerke AG auch in der Vergangenheit deutlich über dem branchenbezogenen Durchschnitt lag. Die Antragstellerin Ziff. 1 spricht denn auch von einer um fast 10 Prozentpunkte höheren Materialeinsatzquote der Gesellschaft (Bl. 28 d.A.). Die Kammer geht in Übereinstimmung mit davon aus, dass ein Vergleich der Materialaufwandsquoten innerhalb der Branche wegen der unterschiedlichen Kosten-, Kunden- und Auftragsstruktur wenig aussagekräftig ist (vgl. Bl. 680 d.A.). Er hat auch bestätigt, dass die Planung der Gesellschaft nicht mithilfe der Vergangenheitsdaten in Bezug auf die Materialaufwandsquote als unrealistisch widerlegt werden kann, weil es bei der Gesellschaft gerade in jüngster Vergangenheit zu einer einschneidenden Veränderung (Wegfall eines Großkunden, der in Lohnfertigung, ohne eigenen Materialaufwand der Gesellschaft, hatte produzieren lassen) gekommen war (Bl. 680 d.A.). Bei der nachhaltig, in der „ewigen Rente“ angesetzten EBIT-Marge von 6,0% hat man die von Peer Group-Unternehmen in der Vergangenheit erzielten Margen und den Margenabstand der Gruschwitz Textilwerke AG nach oben berücksichtigt (BewGA Seite 49 f., insbesondere Rz. 170; vgl. Bl. 681 d.A.).

Aus welchen Gründen welcher Zusammenhang zwischen dem Umsatzrückgang bei der Gesellschaft in der Vergangenheit (bedingt durch den Verlust von Großkunden), den Wachstumsannahmen für die Detailplanungsphase 2016 bis 2018 und der deutlich über dem Branchendurchschnitt liegenden Materialaufwandsquote bestehen soll, hat die Antragstellerin Ziff. 1 weder schriftsätzlich (Bl. 27 d.A. Rz. 86) noch im Termin (Bl. 680 f. d.A.) näher erläutert. Auch ihr Versuch, einen Zusammenhang zwischen den geplanten Investitionen in ein neues ERP-System und der Materialaufwandsquote herzustellen (Bl. 28 f. d.A.), überzeugt nicht.

Die Planung einer nachvollziehbar begründeten, geringfügig um 1,0% auf 63% erhöhten Materialaufwandsquote für 2018 steht entgegen der Auffassung der Antragstellerin Ziff. 1 auch nicht im „diametralen“ Widerspruch zu Ergebnismargen „der Marktteilnehmer“ (Bl. 28 d.A.). *Erstens* zeigt schon die gegenüber dem Branchendurchschnitt deutlich höhere Materialaufwandsquote der Gruschwitz Textilwerke AG in der Vergangenheit, dass die Vergangenheitswerte zum anteiligen Materialaufwand aufgrund der Besonderheiten des Unternehmens kaum mit denjenigen anderer Branchenunternehmen vergleichbar sind. *Zweitens* stellt die Antragstellerin Ziff. 1 sowohl bezogen auf die Branche als auch die Peer Group-Unternehmen nur Vergangenheitswerte dar (Bl. 26 d.A.). Sie trägt nicht vor, ob eine Prognose zur Entwicklung der branchendurchschnittlichen Materialaufwandsquote für die Zukunft ab dem Bewertungsstichtag existiert, so dass jeglicher Ansatz für einen Vergleich der diesbezüglichen Planzahlen mit anderen Unternehmen der Branche fehlt. *Drittens* scheint die Kritik an der Planung bezüglich des Materialaufwandes auszublenden, dass die Gesellschaft einen Großkunden im Bereich der margenstarken Lohnfertigung verloren hatte, der selbst entsprechende Rohstoffe geliefert hatte, und dass mit der bereits erwähnten Entwicklung hin zur „voll integrierten Produktion“ mit eigener Rohstoffbeschaffung naturgemäß auch eine Erhöhung der Kosten für den Materialaufwand plausibel begründet ist (PB Seite 44; Bl. 460 d.A.).

Es ist im Übrigen nicht zwingend, dass sich Investitionen, Umsätze und die Rohertragsmarge linear zueinander entwickeln oder dass Investitionen zu einer Verbesserung der Rohertragsmarge führen. So besteht, wie von [redacted] erklärt, kein linearer Zusammenhang zwischen Ersatz-, Modernisierungs- oder Erhaltungsinvestitionen und dem Umsatz (Bl. 681 d.A.). Derartige Investitionen können zudem lediglich der Beibehaltung der bisherigen Rentabilität dienen, müssen aber nicht zugleich zur Erhöhung von Margen beitragen.

Auch dieser von der Antragstellerin Ziff. 1 genannte Gesichtspunkt (Bl. 29 d.A.) führt also nicht zur fehlenden Plausibilität der Planung. Die sich für 2018 aus den Planzahlen ergebende Rohertragsmarge von 37,0% entspricht exakt dem Durchschnitt der Ist-Zahlen für die Jahre 2013 bis 2015, und auch die für 2016 und 2017 geplante etwas bessere Rohertragsmarge von 38,0% liegt im Spektrum der Vergangenheitswerte (BewGA Seite 32, 38, 41). Dass die Planung in diesem Punkt unrealistisch wäre, ist weder belegt noch anhand von Fakten belegbar.

Hingegen zeigen die Vergangenheitszahlen, dass es bei der Gruschwitz Textilwerke AG keine feste Korrelation von Umsatz und Rohertrag gibt: Während der Umsatz 2014 gegenüber 2013 deutlich zurückging, stieg der Rohertrag sogar noch an. Im Folgejahr 2015 sank er leicht überproportional zum Rückgang der Umsatzerlöse (BewGA Seite 28 Ziff. 93; Seite 29 Ziff. 95).

Die Gesellschaft hat für 2016 einen Personalaufwand von 5.676 TEUR geplant (vgl. PB Seite 48). Diese Planung ausgehend vom vorhandenen Personalbestand, erwarteten Abgängen und Neueinstellungen, der Besetzung unbesetzter Stellen und einer bereits vereinbarten Lohn- und Gehaltssteigerung von 2,4% ist sachgerecht, die Erhöhung der für 2017 und 2018 geplanten Personalkosten bei für Planungszwecke unterstellter gleichbleibender Mitarbeiterzahl und unter Berücksichtigung effektiver Tarifsteigerungen von rund 2,0% p.a. ist plausibel begründet (BewGA Seite 43, 44). Die Bewertungsgutachterin hat die von der Gesellschaft einkalkulierten Rentenzahlungen für Pensionäre (etwa 2016 in Höhe von 44 TEUR) aus dem geplanten Personalaufwand für die Planjahre 2016 bis 2018 eliminiert und sie bei den Pensionsrückstellungen berücksichtigt (BewGA Seite 43 Ziff. 148). Das führt zu einem gegenüber der Planung der Gesellschaft geringeren Personalaufwand (2016 bereinigt in Höhe von 5.632 TEUR, vgl. BewGA Seite 41 Ziff. 141) und zugunsten der Minderheitsaktionäre zu einem höheren EBIT. Die Kammer schließt sich dem Votum der sachverständigen Prüferin an, dass diese Bereinigung sachgerecht ist (PB Seite 48).

Einige Antragsteller tragen vor, die Planung der Umsatzerlöse passe nicht mit der Planung der Personalaufwendungen „als größtem Fixkostenblock“ zusammen. Bei einem erwarteten „ewigen Zurückbleiben“ der Umsätze unter dem Umsatz von 2013 würde die Personalstruktur deutlich zurückgeführt statt ausgeweitet (so etwa Antragsteller Ziff. 7, Bl. 85 d.A.; Ziff. 8, Bl. 94 d.A.; Ziff. 14, Bl. 130 d.A.). Es ist jedoch widersprüchlich, wenn die Antragsteller einerseits bezüglich der Personalaufwendungen von einem „Fixkostenblock“ sprechen, andererseits zu glauben scheinen, dass geringere Umsätze unmittelbar zu reduzierten Personalaufwendungen führen müssten. Die Kammer geht schon nicht von einer zwingenden Parallelentwicklung von Gesamtleistung und Personalaufwendungen aus, sondern davon, dass die Gesamtleistung und die Summe aus Personalaufwendungen und im Materialaufwand berücksichtigten Aufwendungen für beschäftigte Leiharbeiter in allerdings eingeschränktem Maße korrelieren. Die vorzunehmende Einschränkung beruht darauf, dass der konkrete Personal- und Materialaufwand nicht nur vom Umsatzvolumen, sondern auch von der Umsatzstruktur abhängt (etwa vom Verhältnis zwischen Einzelfertigungen und Massenfertigungen und vom Anteil der Lohnfertigung), und dass rückläufige Umsätze allein und eine etwa vorübergehend nicht vollständig ausgelastete Produktion nicht unmittelbar zu einem reduzierten Personalaufwand führen (vgl. PB Seite 38).

hat bei der Anhörung überzeugend darauf hingewiesen, dass man, wenn man parallel zum Umsatzrückgang durch Wegfall von Großkunden Personal abbauen würde, nicht mehr im selben Maße die Chance hat, das unternehmerische Portfolio wieder aufzubauen, weil dann Personal fehlt und es nicht einfach ist, qualifizierte Mitarbeiter zu finden (gerade am Standort der Gesellschaft) (Bl. 682 d.A.). Zudem hat der Vorstand der ehemaligen Gruschwitz Textilwerke AG auf die aus Sicht der Kammer nach dem Wegfall der Großkunden naheliegende und vom Unternehmen erkannte Notwendigkeit hingewiesen, die Vertriebsaktivitäten auszubauen (Bl. 682 d.A.).

Schließlich ergeben sich auch aus der Vergangenheitsanalyse keine Anhaltspunkte für einen in Wirklichkeit geplanten, an der geplanten Umsatzentwicklung orientierten, in den Planzahlen aber nicht widergespiegelten Personalabbau. Das Management hatte auf den Wegfall der beiden Großkunden, der Umsatzeinbrüche zur Folge hatte, gerade nicht mit einem „massiven Personalabbau“ reagiert: Während der Umsatz allein von 2014 auf 2015 um rund 17% gesunken war (nach vorausgegangenem weiterem Umsatzumbruch), sanken die Personalkosten 2015 „nur“ um rund 8,4% (BewGA Seite 28, 29). Die Antragsgegnerin nennt nachvollziehbare Gründe für den Verzicht auf einen wohl von einigen Antragstellern erwarteten „massiven Personalabbau“: die Abhängigkeit vom Know How und von der Erfahrung ihrer Belegschaft; die begrenzten Möglichkeiten, Kapazitäten dauerhaft durch Leiharbeiter sicherzustellen; Schwierigkeiten, am Sitz in Leutkirch im Allgäu überhaupt qualifiziertes Personal zu finden (Bl. 461 d.A.). Die Kammer ist davon überzeugt, dass der tatsächlich geplante Personalaufwand in dieser Größenordnung erforderlich war, um das geplante kurz- und mittelfristige Wachstum – trotz schwierigen Umfeldes, insbesondere nach Wegfall zweier Großkunden – realistischerweise zu erreichen (was de facto später nicht gelungen ist).

Der Durchschnitt der sich für die Planjahre 2016 bis 2018 ergebenden EBITDA-Marge (jeweils nach bereinigten Zahlen) von 7,2% liegt zwar etwas unter dem Durchschnitt der bereinigten Ist-Zahlen der Jahre 2013 bis 2015 von 7,8% (vgl. BewGA Seite 32 Ziff. 104 und Seite 41 Ziff. 141). Die Verschlechterung der Marge ist jedoch nachvollziehbar erklärt durch den Verlust des margenträchtigen Geschäfts im Bereich Medizintechnik und durch das Bestreben, verlorene Großaufträge durch eine größere Zahl kleinerer Neuaufträge bzw. Neukunden bei gleichzeitiger Diversifizierung zu ersetzen, die aber prognostisch eine geringere Profitabilität mit sich bringen (BewGA Seite 48 Ziff. 164). Der Verweis der Antragstellerin Ziff. 1 auf eine mit durchschnittlich 8,2% noch etwas höhere EBITDA-Marge deutscher Hersteller technischer Textilien in den Jahren 2009 bis 2013 (Bl. 26 d.A.) ist wiederum wenig zielführend, weil diese Zahl nichts über die Vergleichbarkeit und Gewichtung der EBITDA-Margen der statistisch zusammengefassten Hersteller mit der Gruschwitz Textilwerke AG aussagt und weil zudem auch deren Prognosen über EBITDA-Margen ab 2016 nicht bekannt sind, so dass ein weiterer Vergleich mit der Planung der Gesellschaft nicht möglich ist.

Keiner der Antragsteller nennt konkrete tatsächliche Anhaltspunkte dafür, dass die Gesellschaft bei Aufstellung der Planung bzw. am Bewertungsstichtag realistischere hätte davon ausgehen müssen, die 2014 und 2015 verlorenen Großaufträge mittel- oder langfristig durch vergleichbar lukrative neue Großaufträge vollständig kompensieren zu können. Im Prüfungsbericht heißt es dazu (PB Seite 38):

„Auch wenn die Gruschwitz AG in den Aufbau neuer alternativer Kundenbeziehungen investiert, ist weder kurz- noch mittelfristig mit einem adäquaten Ersatz für die weggefallenen Großaufträge zu rechnen.“

Die teilweise bereits in den Ist-Zahlen angelegte Diversifizierung und die Verlagerung auf eine größere Zahl kleinerer, aber weniger lukrativer Neuaufträge (vgl. BewGA Seite 48 Ziff. 164) erklärt auch, dass in der Prognose mit einem im Vergleich zur Vergangenheit schlechteren Verhältnis zwischen Personalaufwendungen (zuzüglich im Materialaufwand erfasster Aufwendungen für Leiharbeiter) und Umsatzerlösen gerechnet wurde.

cc. EBIT und EBIT-Marge

Auf die Kritik der Antragsteller Ziff. 42 und 43 hinsichtlich des sich aus den Planzahlen ergebenden EBIT (Bl. 312 d.A.) wird an anderer Stelle, nämlich bei der Beurteilung der Zahlen zur Grobplanungsphase noch zurückzukommen sein, denn ihre Kritik knüpft an eine Gegenüberstellung von Durchschnitts der Umsätze und des EBIT einerseits für die Vergangenheitsjahre 2009 bis 2015 und andererseits für die Planjahre 2016 bis 2025 und der einfach gewichteten ewigen Rente an.

d. Zwischenergebnis

Zur Überzeugung der Kammer besteht kein Anlass, die Planzahlen für die Jahre 2016 bis 2018 unternehmenswerterhöhend anzupassen.

e. Kein Abgleich mit Ist-Zahlen 2016 bis 2018

Die Antragsgegnerin verweist darauf, dass die tatsächliche Entwicklung nach dem Bewertungsstichtag im Vergleich zur Planung negativ gewesen sei. Während die Bewertungsgutachterin für die Bewertung noch die (für die Minderheitsaktionäre günstigeren) Planzahlen des „optimistic case“ herangezogen hatte (BewGA Seite 36 f.), was die sachverständige Prüferin nicht beanstandet hat (PB Seite 43), wurden nach Darstellung der Antragsgegnerin in den Jahren 2016 und 2017 beim EBIT nicht einmal die Zahlen des „downside case“ erreicht (Bl. 435 d.A.).

Zu dieser Argumentation ist zu sagen, dass nach dem „Stichtagsprinzip“ grundsätzlich die Organisationsverhältnisse und die wirtschaftlichen und rechtlichen Strukturen des

Unternehmens maßgeblich sind, die am Bewertungsstichtag vorhanden waren (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114-135, Rn. 40). Die „Wurzeltheorie“ ermöglicht zwar auch die Berücksichtigung von nach dem Bewertungsstichtag eingetretenen Entwicklungen, die „am Stichtag schon angelegt waren“ (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114-135, Rn. 40; BGH, Beschluss vom 04. März 1998 – II ZB 5/97 –, BGHZ 138, 136-142, Rn. 11). Grundsätzlich gilt aber: „Die ‚Richtigkeit‘ der Prognose kann nicht etwa ex post danach beurteilt werden, ob sie sich tatsächlich verwirklicht hat. Eine spätere tatsächliche Entwicklung ... kann ... eine frühere Wertfeststellung nicht mehr beeinflussen“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2012 – 20 W 7/09 –, Rn. 94, juris). Die Verwendung späterer Ist-Daten zur retrospektiven Plausibilisierung der Planung wird auch aus betriebswirtschaftlicher Sicht u.a. wegen der Gefahr des Rückschaufehlers („hindsight bias“) kritisch gesehen (vgl. Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung 6. Aufl. Seite 179 f.; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert 3. Aufl. 2018, Seite 183 ff.), zumal sich das zu bewertende Unternehmen durch die Strukturmaßnahme in der Regel verändert haben wird und allenfalls die Frage naheliegt, warum die spätere Entwicklung der Erträge so stark von der am Stichtag absehbaren abwich. Das gilt in beiden Richtungen, sowohl bei gegenüber der bewertungsrelevanten Planung besseren als auch schlechteren Ist-Zahlen.

hat bei der Anhörung bestätigt, dass es sich bei den verwendeten Planzahlen aufgrund der am Stichtag bekannten Informationen um Erwartungswerte handelte (Bl. 674 d.A.). Die sicherlich deutliche Abweichung der Ist-Zahlen 2017 (EBIT: 150 TEUR statt geplanter 785 TEUR) und 2018 (EBIT: -68 TEUR statt geplanter +879 TEUR) (Bl. 436 d.A.) stellt deshalb die Grundlagen der zum Stichtag vorgenommenen Ertragswertberechnung nicht in Frage.

## 5. Beurteilung der Zahlen für die Grobplanungsphase 2019 bis 2025 („Phase II“)

### a. Methodische Vorgehensweise

Wie bereits ausgeführt, hat die Bewertungsgutachterin nach der Detailplanungsphase nicht unmittelbar eine Phase der „ewigen Rente“ angeschlossen, sondern im Sinne des Drei-Phasen-Modells eine „Grobplanungsphase“ von 2019 bis 2025 eingefügt.

Die Zwischenschaltung einer „Grobplanungsphase“ mit von der Bewertungsgutachterin angesetzten Werten ist nicht zu beanstanden und trägt einerseits dem Umstand Rechnung, dass der Planungshorizont der Gesellschaft nur bis zum Ende des Geschäftsjahrs 2018 reichte, dass aber andererseits am Ende dieser Detailplanungsphase noch kein „eingeschwungener Zustand“ erreicht war, um allein hieraus die Überschüsse in der Phase der „ewigen Rente“ abzuleiten. Das Zwischenschalten einer „Grobplanungsphase“ steht im Einklang mit der in der Bewertungspraxis üblichen Phasenmethode und den Vorgaben des IDW und trägt sogar zu

mehr Transparenz bei als die in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur als Alternative dargestellte Möglichkeit, die Übergangsphase lediglich in einer Nebenrechnung über eine Annuität mit im Ansatz der ewigen Rente abzubilden (vgl. IDW, Bewertung und Transaktionspraxis a.a.O. K 88 Seite 572, A 250 Seite 87; A 427 Seite 156, A 433 Seite 159; Saur/Wiese/Willmershausen, Wpg 2011 Heft 21, 1017 ff.).

Verfehlt ist die auf die Planzahlen der Grobplanungsphase bezogene Kritik der Antragstellerin Ziff. 1, es liege eine „Sonderplanung“ der Antragsgegnerin vor, die keinem regulären Planungsprozess entnommen worden sei (Bl. 23 f. d.A.). Dem Vorwurf einer anlassbezogenen „Sonderplanung“ war allein bei den Planzahlen der Gesellschaft bezüglich der Planjahre 2017 und 2018 als Teil der Detailplanungsphase nachzugehen (dazu oben 3. und 4.). In Ermangelung eigener über den Planungshorizont 2018 hinausreichender Planzahlen der Gesellschaft musste die Bewertungsgutachterin hingegen sowohl für die Grobplanungsphase als auch für die „ewige Rente“ („Phasen II und III“) von vornherein eigene Überlegungen zur Ermittlung der voraussichtlichen Überschüsse anstellen, was jedoch methodisch nicht zu beanstanden ist. Zutreffend ist, dass diese Werte in Bezug auf die Eignung als richterliche Schätzgrundlage nicht den Einschränkungen unterliegen, denen einem regulären Planungsprozess entnommene Planzahlen des zu bewertenden Unternehmens bezüglich der gerichtlichen Kontrolle im Spruchverfahren unterworfen sind.

Die von der Bewertungsgutachterin entwickelten Planzahlen der Grobplanungsphase bedurften entgegen der offenbar von den Antragstellern Ziff. 2 bis 6 vertretenen Auffassung (Bl. 71 d.A.) auch nicht der Zustimmung durch Vorstand und Aufsichtsrat.

Bezüglich der Grobplanungsphase kann von vornherein kein Fall einer bedenklichen „eigenmächtigen Änderung unternehmenseigener Planzahlen“ durch den Bewertungsgutachter zuungunsten der Minderheitsaktionäre vorliegen (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 162; OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 129; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 – I-26 W 9/14 (AktE) –, Rn. 33). Denn für diese von der Bewertungsgutachterin entwickelte Grobplanungsphase liegt gerade keine unternehmenseigene Planung vor, so dass ein Verstoß gegen die Planungsautonomie des Vorstands ausscheidet. Zudem verweist die Antragsgegnerin darauf, die Zahlen der Grobplanungsphase seien sogar mit dem Vorstand der Gesellschaft „einvernehmlich entwickelt und festgelegt“ worden (Bl. 470 d.A.). Anlass zur Kritik besteht insoweit nicht.

Sofern die vorgenannten Antragsteller mit den schriftsätzlich angesprochenen „Plananpassungen“, deren Rückgängigmachung sie fordern (Bl. 71 d.A.), die Bereinigung der Vergangenheitszahlen gemeint haben sollten, diene diese Bereinigung nur der besseren Vergleichbarkeit und wirkte sich beim Ertragswert, der auf der Grundlage von Zahlen ab 2016 ermittelt wurde, nicht aus. Soweit es ihnen um die Bereinigung bestimmter Erträge und

Aufwendungen aus der Detailplanungsphase gegangen sein sollte, hat die Kammer bereits erläutert, dass sich diese Anpassungen zugunsten der abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre ausgewirkt haben (vgl. oben 3. b).

Die Antragsteller Ziff. 2 bis 6 behaupten, die nach Ende des unternehmenseigenen Planungshorizonts von der Bewertungsgutachterin entwickelten Zahlen der Grobplanungsphase zur Herbeiführung des für die „ewige Rente“ erforderlichen „eingeschwungenen Zustands“ stellten einen Eingriff in die Planung der Gesellschaft dar (Bl. 70 d.A.). Das ist nicht der Fall. Mangels unternehmenseigener Planzahlen für den Zeitraum 2019 bis 2025 war es Aufgabe der unternehmensbewertenden Wirtschaftsprüfer, nach der vom IDW S 1 i.d.F. 2008 befürworteten Phasenmethode (insbesondere Ziff. 5.3) die Zahlen für die „ewige Rente“ herzuleiten, wobei der Bewertungsstandard ausdrücklich auf die gebotene kritische Prüfung der vom Unternehmen stammenden Werte aus der Detailplanungsphase auf ihre Eignung zur „Fortschreibung“ und zur Erreichung des angestrebten „Beharrungszustandes“ hinweist (IDW S 1 a.a.O. Rz. 78 f.). Vor diesem Hintergrund verbietet sich die offenbar von den genannten Antragstellern bevorzugte unkritische „Fortschreibung“ der Zahlen des letzten Detailplanungsjahres. Im IDW Praxishinweis (Stand 02. Januar 2017, Rn. 54 - die ersten beiden nachfolgend zitierten Sätze entsprechen Inhalt der Vorgabe im IDW S1, Abschnitt 5.3 Rz. 78) heißt es dazu:

„... Die ewige Rente spiegelt einen **Gleichgewichts- oder Beharrungszustand** wider. Sie basiert somit auf einer langfristigen Fortschreibung von Trendentwicklungen. Dabei ist zyklischen Entwicklungen der Unternehmensergebnisse Rechnung zu tragen (z.B. Produktlebenszyklen und die Entwicklung des Markt- und Wettbewerbsumfeldes). Die ewige Rente ist unter Berücksichtigung gesonderter Analysen selbstständig herzuleiten. **Insofern darf das letzte Planjahr nicht unreflektiert für die Phase der ewigen Rente übernommen werden.**“

In Österreich geht die „Kammer der Wirtschaftstreuhänder“ gerichtsbekannt sogar von einer zwingend vorzusehenden Grobplanungsphase aus, wenn „die Annahme, das Unternehmen gehe unmittelbar nach der Detailplanungsphase in einen Gleichgewichts- und Beharrungszustand über, nicht plausibel erscheint“ (Fachgutachten des Fachsenats für Betriebswirtschaft und Organisation der Kammer der Wirtschaftstreuhänder zur Unternehmensbewertung, Stand 26. März 2014, Rz. 61, [https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/Fachgutachten/KFSBW1\\_15052014\\_RF.pdf](https://www.ksw.or.at/PortalData/1/Resources/Fachgutachten/KFSBW1_15052014_RF.pdf)). Es ist Sache der Betriebswirtschaftslehre und der Unternehmensbewertungspraxis, zu bestimmen, ob und wann das Dreiphasenmodell in Deutschland zum Einsatz kommt. Auch in der Rechtsprechung wird es akzeptiert (vgl. LG Köln, Beschluss vom 23. Februar 2018 – 82 O 66/11 –, Rn. 101, 103 juris; OLG Düsseldorf, Vorlagebeschluss vom 28. August 2014 – I-26 W 9/12 (AktE) –, Rn. 116, juris noch zu IDW S1 i.d.F. 2000).

Die Antragsteller Ziff. 2 bis 6 wenden ein, das Bewertungsgutachten lasse nicht erkennen, weshalb der Bewertungsgutachter meine, dass der „eingeschwungene Zustand“ am Ende der Detailplanungsphase noch nicht erreicht sei (Bl. 71 d.A.). Diesem Einwand ist die Kammer nachgegangen.

hat bei der Anhörung noch einmal erklärt und bestätigt, dass am Ende der Detailplanungsphase der „eingeschwungene Zustand“ noch nicht erreicht war, wie bereits im Bewertungsgutachten ausgeführt (Bl. 682 d.A.; dazu BewGA Seite 34). Es habe (stichtagsbezogen) noch Potentiale in Bezug auf Umsatzausweitung und Margen gegeben. Das begründet und rechtfertigt die methodische Vorgehensweise.

Zudem hätte man im vorliegenden Fall ohne die eingefügte Grobplanungsphase bei einer unterstellt nachhaltigen Entwicklung ausgehend vom Niveau am Ende der Detailplanungsphase nur von entziehbaren Überschüssen nach persönlichen Ertragsteuern von rund 547 TEUR ausgehen können, wie für 2018 geplant. Die Bewertungsgutachterin ging als Ergebnis der Konvergenzüberlegungen für die „ewige Rente“ hingegen von nachhaltig erzielbaren Überschüssen nach persönlichen Ertragsteuern von jährlich 820 TEUR für die „ewige Rente“ aus (BewGA Seite 51 f. Ziff. 171 f.). Das sind fast 50% mehr. Um zu Beginn der „ewigen Rente“ im Jahr 2026 ein solches Niveau zu erreichen, muss man immerhin ein durchschnittliches jährliches Wachstum der entziehbaren Überschüsse von über 5% zwischen 2018 und 2026 zugrunde legen, und das trotz ungewisser Zukunft der Gesellschaft. Die Einfügung der Grobplanungsphase kam somit den Antragstellern zugute, sie wirkte sich werterhöhend aus – wie von bestätigt (Bl. 683 d.A.). Sowohl die methodische Vorgehensweise als auch die konkreten Annahmen zur Entwicklung der nachhaltig entziehbaren Überschüsse sind aus Sicht der Kammer in sich konsistent.

Der Antragsteller Ziff. 14 behauptet, dass auch am Ende der Grobplanungsphase der eingeschwungene Zustand noch nicht erreicht sei. Seine Begründung, der für 2025 geplante Umsatz liege noch immer unter demjenigen von 2013 (Bl. 131 d.A.), überzeugt allerdings nicht. Mit dem „eingeschwungenen Zustand“ ist ein Zustand gemeint, in dem sich „die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. nur mit einer konstanten Rate, welcher mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird“ (vgl. OLG München, Beschluss vom 26. Juni 2018 – 31 Wx 382/15 –, Rn. 73, juris unter Verweis auf das WP-Handbuch). Der „eingeschwungene Zustand“ bedeutet gerade nicht, dass hinsichtlich einer bestimmten Kennzahl – ob nun Umsatz oder EBIT – der höchste jemals in der Vergangenheit erzielte Wert wieder erreicht sein muss. Das hat bei der Anhörung bestätigt (Bl. 683 d.A.).

Für die Herstellung des „eingeschwungenen Zustands“ in der „ewigen Rente“ spricht insbesondere die Annahme der Bewertungsgutachterin, der Vorstand werde u.a. aufgrund des Drucks der Aktionäre langfristig in der Lage sein, die Marge wieder zu erhöhen und eine EBIT-

Marge von 6,0% erreichen (vgl. Bl. 683 d.A.), wenn man diese Annahme im historischen Vergleich und im Branchenvergleich betrachtet (BewGA Seite 41 Tz. 41; Seite 46, Tz. 157).

#### b. Zugrunde gelegte Zahlen

Der Bewertung liegen folgende Zahlen für die Grobplanungsphase (und die Phase der „ewigen Rente“) zugrunde (BewGA Seite 46 Ziff. 157):

Gruschwitz AG Konsolidierte Planungsrechnung	Plan 2019 T€	Plan 2020 T€	Plan 2021 T€	Plan 2022 T€	Plan 2023 T€	Plan 2024 T€	Plan 2025 T€	Plan ab 2026 T€
<b>Gesamtleistung</b>	<b>24.960</b>	<b>25.709</b>	<b>26.223</b>	<b>26.485</b>	<b>26.717</b>	<b>26.917</b>	<b>27.119</b>	<b>27.323</b>
Materialaufwand	-15.725	-16.197	-16.520	-16.688	-16.832	-16.958	-17.085	-17.213
<i>in % der Gesamtleistung</i>	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0	63,0
<b>Rohertrag</b>	<b>9.235</b>	<b>9.512</b>	<b>9.703</b>	<b>9.800</b>	<b>9.885</b>	<b>9.959</b>	<b>10.034</b>	<b>10.109</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0
Personalaufwand	-5.947	-6.043	-6.117	-6.189	-6.218	-6.265	-6.312	-6.359
<i>in % der Gesamtleistung</i>	23,8	23,5	23,3	23,3	23,3	23,3	23,3	23,3
Sonst. betriebliche Erträge und Aufwendungen (Saldo)	-1.317	-1.347	-1.369	-1.382	-1.393	-1.404	-1.414	-1.425
<i>in % der Gesamtleistung</i>	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2	5,2
<b>EBITDA</b>	<b>1.972</b>	<b>2.122</b>	<b>2.216</b>	<b>2.249</b>	<b>2.274</b>	<b>2.291</b>	<b>2.308</b>	<b>2.325</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	7,9	8,3	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Abschreibungen	-790	-813	-821	-830	-832	-809	-809	-672
<i>in % der Gesamtleistung</i>	3,2	3,2	3,1	3,1	3,1	3,0	3,0	2,5
<b>EBIT</b>	<b>1.181</b>	<b>1.309</b>	<b>1.395</b>	<b>1.419</b>	<b>1.442</b>	<b>1.481</b>	<b>1.499</b>	<b>1.653</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	4,7	5,1	5,3	5,4	5,4	5,5	5,5	6,0

Quelle: Gruschwitz AG, -Analysen

#### c. Kritikpunkte der Antragsteller

##### aa. Generelle Entwicklung von Gesamtleistung, EBITDA und EBIT

Die von mehreren Antragstellern wortgleich aufgestellte Behauptung, es sei „überhaupt kein Wachstum“ geplant worden (Antragsteller Ziff. 22, Bl. 177 d.A.; Ziff. 23, Bl. 190 f. d.A.; Ziff. 25, Bl. 214 d.A.; Ziff. 26, Bl. 229 d.A.), ist nicht nachvollziehbar. Die Antragsteller nehmen offensichtlich den höheren Umsatz des Jahres 2013 als Ausgangspunkt ihrer Überlegungen, scheinen aber zu vernachlässigen, dass nach den Umsatzeinbrüchen in den Jahren 2014 und 2015 jedes ohnehin nicht sichere Umsatzwachstum ab 2016 ausgehend von einem gegenüber 2013 um rund 28% niedrigeren Niveau aus beginnen musste. Soweit die Antragsteller behaupten, der Vergangenheitszeitraum sei „durch eine starke Wirtschaftskrise“ beeinträchtigt worden (Bl. 178, 191, 214 d.A.), kann dem nicht gefolgt werden. Die Probleme der Jahre 2014 und 2015 hängen, wie bereits dargestellt, mit dem Geschäftsmodell und der unternehmerischen Ausrichtung der Gesellschaft und dem Wegfall von Großkundenaufträgen zusammen und nicht mit einer allgemeinen Wirtschaftskrise. Das Bruttoinlandsprodukt wuchs preisbereinigt 2014 um 2,2% und 2015 um 1,7% gegenüber dem jeweiligen Vorjahr (gerichtsbekannt, Quelle:

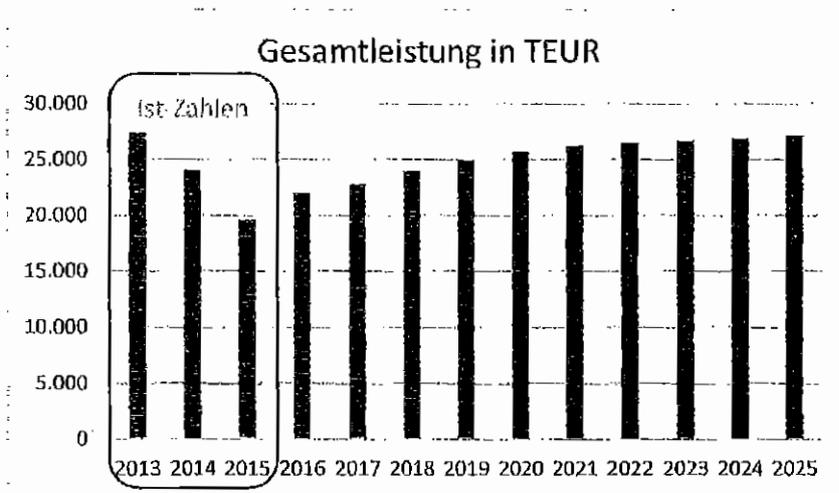
[https://service.destatis.de/DE/vgr\\_dashboard/bip.html](https://service.destatis.de/DE/vgr_dashboard/bip.html)). Die Jahre 2014 und 2015 können schlechterdings nicht als Wirtschaftskrisenjahre bezeichnet werden.

Die Antragstellerin Ziff. 1 kritisiert das angebliche „Abschmelzen“ der Wachstumsrate der Gesamtleistung und der EBITDA-Marge auf unter 3,0% (Bl. 30 d.A.).

Die auf die prognostizierte Entwicklung der EBITDA-Marge bezogene Kritik ist schon im Ausgangspunkt nicht nachvollziehbar, denn die zugrunde gelegten Zahlen der Grobplanungsphase gehen von EBITDA-Margen für 2019 von rund 7,9%, für 2020 von rund 8,3% und von 2021 bis 2025 durchgängig von 8,5% aus (BewGA Seite 46 Ziff. 157).

Die Gesamtleistung nach Ist-Ergebnissen 2013 bis 2015 (BewGA Seite 32 Ziff. 104), der Budgetplanung 2016 und der Detailplanung der Gesellschaft bis 2019 (BewGA Seite 41 Ziff. 141) sowie die von der Bewertungsgutachterin veranschlagte weitere Entwicklung der Gesamtleistung bis 2025 (BewGA Seite 46 Ziff. 157) lässt sich rechnerisch und grafisch wie folgt veranschaulichen:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Gesamtleistung in TEUR	27.291	24.008	19.811	22.000	22.800	24.000	24.960	25.709	26.223	26.485	26.717	26.917	27.119
Wachstumsrate ggÜ. Vorjahr		-12,02%	-16,33%	12,18%	3,64%	5,26%	4,00%	3,00%	2,00%	1,00%	0,88%	0,75%	0,75%



Die Antragsteller Ziff. 42 und 43 stellen die Umsatzzahlen der einzigen Tochtergesellschaft für weiter zurückliegende Zeiträume bis hin zum Jahr 2009 dar (2009: 24.804 TEUR; 2010: 33.323 TEUR; 2011: 31.815 TEUR; 2012: 28.207 TEUR) und ermitteln einschließlich des Geschäftsjahres 2015 einen Durchschnitt von 27.104 TEUR, für die Jahre 2009 bis 2014 einen Durchschnitt von 28.296 TEUR. Diesen Werten stellen sie den Durchschnitt der geplanten Umsätze für die Jahre 2016 bis 2026 (das erste Jahr der „ewigen Rente“, jedoch nur einfach gewichtet) gegenüber, den sie mit 25.477 TEUR angeben. Nach derselben Methodik vergleichen sie das durchschnittliche EBIT der Jahre 2009 bis 2015 (1.878 TEUR) mit

demjenigen für die Planjahre 2016 bis 2025 und dem von ihnen nur einfach gewichteten EBIT in der „ewigen Rente“ (1.250 TEUR).

Mit dieser Gegenüberstellung wollen sie aufzeigen, dass nach den Planzahlen der Umsatz und im Übrigen auch der Ertrag „für alle Zeiten deutlich negativer als die Vergangenheit ausfallen soll“, was sie für „nicht nachvollziehbar“ und im Widerspruch zur ökonomischen Lebenserfahrung ansehen (Bl. 311 f. d.A.).

Die gezogenen Vergleiche vernachlässigen allerdings, dass es in jüngster Vergangenheit vor dem Bewertungsstichtag zum Verlust mehrerer Großkunden gekommen war, mit deren Aufträgen die Gesellschaft nennenswerte Umsätze und hohe EBIT-Margen erzielt hatte (BewGA Seite 28 Ziff. 94 und Seite 48 Ziff. 164). Der sukzessive Verlust von Großkundenaufträgen in den Jahren 2013 bis 2015 führte zu einem massiven Umsatzrückgang, der 2015 nicht durch neue Produkte oder Neukunden kompensiert werden konnte. Im Bewertungsgutachten werden unstreitige Umstände aufgezählt, die für einen dauerhaften Verlust dieser Großkunden und die fehlende Aussicht auf deren Wiedergewinnung sprechen („strategische Entscheidung“ des einen Kunden, die bisher von der Gesellschaft in Lohnfertigung durchgeführte Produktion selbst zu übernehmen, bzw. des anderen Kunden, die Kooperation mit einem dritten Zulieferer zu beenden, wodurch die Gesellschaft „als Zwirner in der Wertschöpfungskette“ ersetzt wurde; vgl. BewGA Seite 28 f. Ziff. 94). Unter dem Verlust der Großkundenaufträge litt nicht nur der Umsatz, sondern auch das EBIT nachhaltig.

hat das bei der Anhörung am 19. Juli 2019 treffend wie folgt formuliert: „Die Profitabilität des Unternehmens in der Vergangenheit ist nicht vergleichbar mit der Profitabilität, von der bei der Planung für die Zukunft auszugehen war. Es war schlicht bei der Planung abzubilden, dass die beiden Großkunden nicht mehr vorhanden waren.“ (Bl. 684 d.A.). Dieser überzeugenden Argumentation schließt sich die Kammer an.

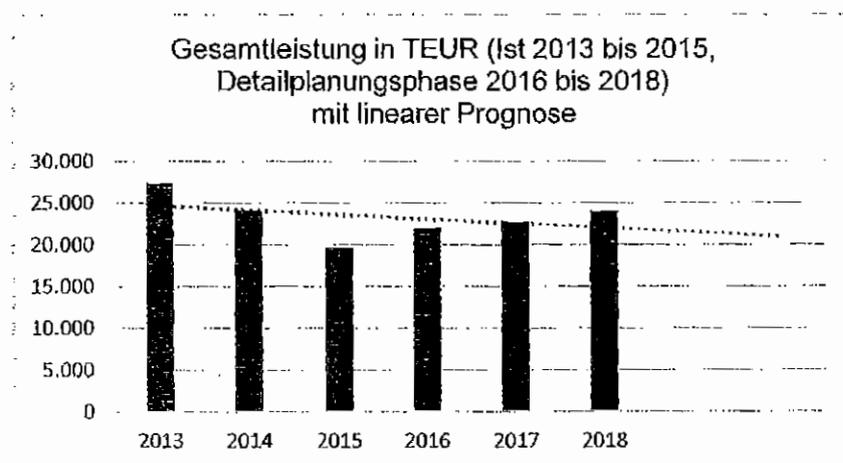
Wenn die Bewertungsgutachterin – trotz dieser negativen Entwicklung in der jüngsten Vergangenheit vor dem Bewertungsstichtag – für die Grobplanungsphase eine Annäherung der Umsatzentwicklung an den errechneten Vergangenheitsdurchschnitt veranschlagt und für die „ewige Rente“ eine über dem angegebenen Durchschnitt der Vergangenheitsjahre 2009 bis 2015 liegende Gesamtleistung von 27.323 TEUR annimmt, dann deutet das aus Sicht der Kammer auf eine eher optimistische Sichtweise hin. Die Kammer sieht in dem von den Antragstellern Ziff. 42 und 43 gezogenen Vergleich mit Vergangenheitszahlen (die wegen des Verlusts von Großkunden nicht vergleichbar sind) jedenfalls keinen Grund, die Planung bezüglich Umsatz und EBIT als unrealistisch zu niedrig anzusehen. Realistischerweise konnte die Gesellschaft nicht sicher davon ausgehen, dass sie trotz nachhaltigen Verlusts von Großkunden das frühere Umsatzniveau und die frühere Ertragskraft wieder erreichen würde. Die

Antragsgegnerin spricht diesbezüglich aus Sicht der Kammer treffend von einer „Wette auf die Zukunft“ (Bl. 462 d.A.).

Die vom Antragsteller Ziff. 42 bei der Anhörung angesprochene Innovationskraft und Technologieführerschaft der Gesellschaft (Bl. 684 d.A.) ist nach dem Verlust der beiden wichtigen Großkunden kein Garant für eine Rückgewinnung der Profitabilität und lässt früher mithilfe lukrativer Großaufträge in Lohnfertigung erreichte EBIT-Margen auch nicht als Erwartungswerte für die Zukunft erscheinen. Überdurchschnittliche Entwicklungsaktivitäten können zwar die Chance erhöhen, lukrative Aufträge zu gewinnen, sind aber zunächst mit Kosten für das Unternehmen verbunden, die es nicht sicher weiterbelasten kann, insbesondere wenn trotz einer gelungenen Entwicklung später doch kein Auftrag erteilt wird, worauf der Vorstand der ehemaligen Gruschwitz Textilwerke AG hingewiesen hat (Bl. 685 d.A.).

Die Bewertungsgutachterin spricht bezogen auf die Grobplanungsphase von einem sukzessiven Abschmelzen auf die nachhaltige Wachstumsrate von 0,75% und argumentiert zu ihrer Planung der Gesamtleistung für die Grobplanungsphase, das Wachstum im letzten Detailplanungsjahr (2018) sei noch durch Einführung neuer Produkte geprägt (BewGA Seite 46 Ziff. 159). Die sachverständige Prüferin führt im Prüfungsbericht lediglich aus, sie halte die „auf 0,8% abnehmende Wachstumsrate“ im vorliegenden Fall für sachgerecht (PB Seite 49).

Würde man die Ist-Zahlen zur Gesamtleistung 2013 bis 2015 und die von der zu bewertenden Gesellschaft entwickelten Planzahlen für die Detailplanungsphase bis 2018 mit einer finanzmathematisch errechneten linearen Prognose versehen, so ergäbe sich kein Aufwärtstrend, sondern ein Abwärtstrend. Die tatsächlich der Bewertung zugrunde gelegten Zahlen für 2019 bis 2025 beruhen demgegenüber auf einer prognostischen Entwicklung, die gegenüber einem linearen Trend deutlich günstiger ist:



Die Bewertungsgutachterin ist davon ausgegangen, dass die von der Gesellschaft 2013 und 2014 erzielten (bereinigten) EBIT-Margen von 6,1% bis 7,5% nachhaltig nicht mehr erzielbar

sein werden und hat hierzu u.a. auf den Einbruch der EBIT-Marge im Jahr 2015 auf 1,1%, auf den teilweisen Verlust des margenträchtigen Geschäfts insbesondere in der Medizintechnik und die Strategie des Managements einer weiteren Diversifizierung der Kundenbasis verwiesen. Sie ist von einer in der „ewigen Rente“ nachhaltig erzielbaren EBIT-Marge von 6,0% ausgegangen und hat in diesem Zusammenhang ergänzend von der Commerzbank AG (Branchenbericht) und der Deutschen Bundesbank veröffentlichte EBIT-Margen anderer Unternehmen zum Vergleich herangezogen (BewGA Seite 47 ff. Ziff. 163 ff.). Die sachverständige Prüferin hat die nachhaltige EBIT-Marge auch vor dem Hintergrund von Markt- und Branchenstudien und der Analyse vergleichbarer börsennotierter Unternehmen als angemessen bezeichnet und verweist zudem auf den dadurch abgebildeten Strategiewechsel des Unternehmens (PB Seite 54). Die Vorgehensweise im Rahmen der Ableitung und Plausibilisierung der Planzahlen für die „ewige Rente“ ist aus Sicht der Kammer sachgerecht und überzeugend.

Die Wachstumsraten in der Grobplanungsphase ergeben sich dann aus den übrigen Parametern und aus der „logischen“ Annäherung an die als nachhaltig angesehenen Werte der „ewigen Rente“ (Bl. 684 d.A.).

Die Kammer sieht keinen Grund, der Anregung des Antragstellers Ziff. 28 (Bl. 247 d.A.) nachzugehen, zur Plausibilisierung bei einem Vergleich der EBIT-Margen ausschließlich auf diejenigen (zwingend börsennotierten) Unternehmen abzustellen, die bei der Ermittlung der Befaktoren herangezogen wurden. Das würde den Vergleich der EBIT-Margen unnötigerweise und ohne sachliche Rechtfertigung auf börsennotierte Unternehmen beschränken. Schon aus demselben Grund überzeugt auch der Hinweis der Antragstellerin Ziff. 1 nicht, der Mittelwert der EBIT-Margen der fünf Peer-Group-Unternehmen für 2015 habe 7,34% betragen (Bl. 26 d.A.). Hinzu kommt, dass kein Grund ersichtlich ist, allein auf das Jahr 2015 abzustellen. Die durchschnittliche EBIT-Marge der Peer-Group-Unternehmen für die Jahre 2010 bis 2015 liegt, wenn man die von der Antragstellerin genannten jährlichen Mittelwerte zugrunde legt, bei rund 5,3% und damit niedriger als die für die Gesellschaft als nachhaltig erzielbar angenommene 6,0%ige EBIT-Marge. Ohnehin rechtfertigen aus Sicht der Kammer bereits die unternehmensspezifischen Besonderheiten das positive Plausibilitätsurteil in Bezug auf die Annahme zur nachhaltig erzielbaren EBIT-Marge, so dass es auf einen vergangenheitsbezogenen Branchenvergleich nicht ankommt.

#### bb. Sonstiges

Der Antragsteller Ziff. 14 behauptet, dass in dem von der Gesellschaft betriebenen Geschäft Großkunden genauso schnell gewonnen werden, wie sie verloren gehen. Er hält es deshalb für unrealistisch, dass das Unternehmen bis 2025, also 10 Jahre brauche, um das frühere, durch Verlust von Großkunden verloren gegangene Umsatzniveau wiederzugewinnen. Der „extrem langsame lineare Umsatzanstieg“ der Grobplanungsphase sei unrealistisch (Bl. 131 d.A.).

Die These einer raschen Wiedergewinnung neuer Großkunden wurde vom Antragsteller Ziff. 14 allerdings nicht durch Fakten oder tatsächliche Anknüpfungspunkte untermauert, die einem Beweis zugänglich wären. Die am Bewertungsstichtag bekannten Ist-Zahlen zeigen, dass es dem Unternehmen weder im Geschäftsjahr 2014 noch im Geschäftsjahr 2015 gelungen ist, das frühere Umsatzniveau wieder zu erreichen, obwohl die betroffenen Großkunden ihre strategischen Entscheidungen mit zeitlichem Vorlauf kommuniziert hatten und damit schon Anlass bestand, ggf. vergleichbare neue Großaufträge oder eine größere Zahl kleinerer Neuaufträge zu akquirieren, um den Umsatzverlust – wenn möglich – zu kompensieren (vgl. BewGA Seite 28 Ziff. 94; Seite 48 Ziff. 164).

Herr Schultschik hat im Termin am 19. Juli 2019 erklärt, dass es schwierig sei, in entsprechender Zeit bei Großkunden wieder Neuaufträge zu bekommen (Bl. 680 d.A.). Wenn man die langen Vorlaufzeiten im Geschäft mit Kunden aus der Automobilindustrie, die Dauer der Produktlebenszyklen und die verhältnismäßig langen Zeiträume bis zur Serienreife berücksichtigt, in denen branchentypisch die Gesellschaft als potentieller Zulieferer (zugleich in Konkurrenz mit anderen Wettbewerbern) das Entwicklungsrisiko einseitig trägt (wie bei der Anhörung deutlich geworden, vgl. hierzu Bl. 679 d.A.), dann ist die These einer wahrscheinlich raschen Wiedergewinnung von Großkunden lebensfremd und abwegig. Hinzu kommt die Abhängigkeit von der Stärke des Vertriebs. Zur Überzeugung der Kammer konnte am Bewertungsstichtag niemand ernsthaft als „Erwartungswert“ davon ausgehen, dass es der Gesellschaft überhaupt oder auch nur innerhalb weniger Jahre gelingen würde, einen margenstarken Auftrag eines neuen Großkunden in Lohnfertigung wie den verlorenen von Johnson & Johnson als früherem „Hauptmargenbringer“ (vgl. Bl. 681 d.A.) zu gewinnen.

#### 6. Beurteilung der Prognose für den „Terminal value“ bzw. die „ewige Rente“ („Phase III“)

Die für den „Terminal value“ zugrunde gelegten Zahlen sind nicht zu beanstanden.

Die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 kritisieren, dass die Planzahlen der „ewigen Rente“ zu pessimistisch und nicht plausibel seien, wobei sie weder konkretisieren, auf welche konkrete Position der Planungsrechnung im „terminal value“ sich ihre Kritik bezieht noch woraus sich die vermeintlich fehlende Plausibilität ergibt (Bl. 154 d.A.).

§ 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG verlangt jedoch die Darstellung konkreter Bewertungsrügen in der Antragschrift. Die erforderliche Begründungstiefe hängt vom Konkretisierungsgrad der den Antragstellern zugänglichen Unterlagen (insbesondere Übertragungsbericht, Bewertungsgutachten, Prüfungsbericht) ab. Enthalten die Bewertungsunterlagen wie hier Ausführungen dazu, wie die Planzahlen des Zählers bei der „ewigen Rente“ (etwa über eine hier zwischengeschaltete Grobplanungs- bzw. Konvergenzphase) hergeleitet wurden, so ist von Antragstellern im Spruchverfahren zu erwarten, dass sie ihre Kritik an diesen Zahlen fundierter

darstellen, als nur die allgemein gehaltene Behauptung zu erheben, die Planzahlen der „ewigen Rente“ seien aus ihrer Sicht „zu pessimistisch“. Allgemeine Wendungen wie die, die gesamte oder eine einzelne Bewertung seien falsch oder angesetzte Zahlen oder Zinssätze zu hoch oder zu niedrig, genügen nicht. Aus dem Vortrag geht nicht hervor, warum die tatsächliche Planung unvertretbar sein soll (vgl. KG Berlin, Beschluss vom 26. Juli 2012 – 2 W 44/12 SpruchG, Rn. 21, 23 juris; Drescher, in Spindler/Stilz, a.a.O. SpruchG § 4 Rn. 21). Im Spruchverfahren ist nur den von den Antragstellern (hinreichend) konkret erhobenen Bewertungsrügen nachzugehen. Der von ihnen vorgetragene Tatsachenstoff begrenzt das gerichtliche Prüfprogramm (Steinle/Liebert/Katzenstein, in MünchHdb GesR Band 7 5. Aufl. 2016 § 34 Rn. 24 ff.).

Die Kammer sieht vor diesem Hintergrund keinen Anlass und keine konkreten tatsächlichen Anknüpfungspunkte, der von einzelnen Antragstellern erhobenen pauschalen Kritik weiter nachzugehen, die Planzahlen zur „ewigen Rente“ seien „zu pessimistisch“. In Bezug auf die Entwicklung des nachhaltig erzielbaren EBIT und der daraus abgeleiteten nachhaltig entziehbaren Überschüsse (BewGA Seite 51 f.) sei zur Vermeidung von Wiederholungen auf die obigen Ausführungen Bezug genommen.

#### 7. Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen

Die Bewertungsgutachterin hat aufgrund der vorstehend erörterten Ergebnisse und aufgrund von Ausschüttungsprämissen folgende zu erwartenden Nettoausschüttungen bzw. „entziehbaren Überschüsse“ zugrunde gelegt, aus denen sie einen Barwert errechnet hat (BewGA Seite 51 f. Ziff. 171, 172):

	Detailplanung			Grobplanung						Ewige Rente ab 2026ff.	
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024		2025
Währung: EUR											
Jahresergebnis	-295	-448	630	1.064	1.172	966	942	960	991	1.007	
abzüglich Wachstumsretention in der ewigen Rente verbleiben											
Ausschüttungsquote (bezogen auf Jahresergebnis)	0%	0%	0%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	
Wertbeitrag Thesaurierungen	295	448	630	532	589	483	471	480	496	504	
effektive Abgeltungssteuer auf Wertbeitrag Thesaurierungen	-39	-59	-83	-70	-78	-64	-62	-63	-65	-66	
Steuersatz	13,160%	13,188%	13,188%	13,188%	13,188%	13,180%	13,188%	13,188%	13,188%	13,188%	
Wertbeitrag Ausschüttungen	0	0	0	532	589	483	471	480	496	504	
Abgeltungssteuer auf Wertbeitrag Ausschüttungen	0	0	0	-140	-155	-127	-124	-127	-131	-133	
Steuersatz	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	26,375%	
Entziehbarer Überschuss nach persönlicher Ertragssteuer	258	389	547	864	944	776	768	770	795	809	

#### a. Nachsteuerbetrachtung allgemein

Die vorgenommene Nachsteuerbetrachtung sowie die zu Grunde gelegten Steuersätze können der gerichtlichen Schätzung zu Grunde gelegt werden. Die Nachsteuerbetrachtung, wonach die Auswirkungen persönlicher Ertragssteuern der Anteilseigner zum einen auf der Ebene der künftigen Zuflüsse und zum anderen beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden, ist für den vorliegenden Bewertungsanlass allgemein anerkannt und gebräuchlich. Dasselbe gilt für die Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner nach dem IDW-Standard (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 28-31, 43 ff.; vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W

3/13 –, Rn. 113, juris; zu Bedenken gegen die Nachsteuerbetrachtung und das Tax-CAPM Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 2016, Rz. 594 ff., 1062 ff. u.a. wegen der Komplexitätserhöhung).

Die Bewertungsgutachterin hat für ausgeschüttete Gewinne richtigerweise mit dem Ausschüttungssteuersatz von 25% zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag (also 26,375%) gerechnet und bei thesaurierten Gewinnen den hälftigen Steuersatz (in Summe 13,188%) berücksichtigt. Das ist nicht zu beanstanden (§ 43a Abs. 1 Satz 1 EStG; § 4 Satz 1 SolZG; IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 29, 31, 43f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 187; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 116, juris m.w.N.; LG Kiel, Beschluss vom 21. April 2015 – 16 O 75/12 –, Rn. 373).

#### b. Ausschüttungsprämissen im konkreten Fall

Die Bewertungsgutachterin hat für die Bewertung angenommen, dass die Gesellschaft für die Jahre 2016 bis 2018 keine Dividenden ausschütten werde. Sie verweist auf die „geplante Ausschüttungspolitik“ der Gesellschaft (BewGA Seite 35 Ziff. 117). Das begegnet keinen Bedenken (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 110, juris), zumal die Gesellschaft in den Jahren 2009 bis 2014 ebenfalls keine Dividende und für 2015 nur eine geringe Dividende von 0,04 EUR pro Aktie ausgeschüttet hatte (zu 2015 vgl. Anl.konvolut AG 14 Geschäftsbericht 2015 Seite 7) und die Ausschüttungsquote der Vergangenheit als Maßstab für die Detailplanungsphase herangezogen werden dürfte, selbst wenn es keine konkrete Vorstandsplanung bezüglich der künftigen Ausschüttungsquote geben würde (ebenso LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 98, juris). Die Annahme einer Ausschüttung von 0 EUR ist im Übrigen für die abzufindenden Minderheitsaktionäre steuerlich günstig, weil für thesaurierten Beträge im Rahmen der Typisierung nur der hälftige Ausschüttungssteuersatz einkalkuliert wurde.

Für die Grobplanungsphase und die Phase der „ewigen Rente“ ist die Bewertungsgutachterin von einer Ausschüttungsquote von 50% (bezogen auf das Jahresergebnis) ausgegangen. Hieraus ergeben sich im Terminal Value die 564 TEUR Ausschüttung und die in Summe 564 TEUR Thesaurierung (davon in oben abgedruckter Tabelle 80 TEUR als „echte Thesaurierung“, 464 TEUR unter „Wertbeitrag aus Thesaurierung“ dargestellt).

Die Kritik der Antragstellerin Ziff. 24 und zuletzt des Antragstellers Ziff. 42 an dieser Ausschüttungsquote (Bl. 209, 697 d.A.) ist unbegründet. Nach dem IDW S1-Standard ist in der Phase der ewigen Rente das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zu dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage zu planen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 37). Solange sich die zugrunde gelegte Ausschüttungsquote im Rahmen der am Kapitalmarkt beobachtbaren Quoten bewegt, ist das nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart,

Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 111, juris unter Hinweis auf ein 2006 in der Literatur angegebenes Spektrum von 40 bis 60% nach Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1009; zu der Bandbreite vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 100, juris).

Die sachverständige Prüferin hat bestätigt, dass die dargelegten fachlichen Grundsätze bei Annahme einer typisierten Ausschüttungsquote von 50% beachtet wurden und die Annahmen sachgerecht seien (PB Seite 34, 51, 54). Die Kammer schließt sich diesem Votum an.

### c. Thesaurierung und Besteuerung in der „ewigen Rente“

Im Ausgangspunkt ist geklärt, dass nachhaltiges Gewinnwachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel nicht möglich ist, und dass ein nachhaltiges Wachstum der finanziellen Überschüsse ein entsprechendes Wachstum der Bilanz bedingt, das zu finanzieren ist. Die Finanzierung kann entweder über Eigenkapital erfolgen oder durch Fremdkapital aufgebracht werden. Für die erste Möglichkeit müssen zur Stärkung der Eigenkapitalbasis Erträge thesauriert werden. Die zweite Möglichkeit erfordert die Aufnahme neuer Schulden, was zwangsläufig das Zinsergebnis beeinflussen würde. Die Kapitalstruktur sollte aber bei einer im „eingeschwungenen Zustand“ befindlichen Gesellschaft in der „ewigen Rente“ konstant bleiben. Damit ist die Erforderlichkeit einer „wachstumsbedingten Thesaurierung“ in der „ewigen Rente“ erklärt (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. November 2012 – 12 W 66/06 –, Rn. 128, juris).

Die 80 TEUR, die als „echte Thesaurierung“ zur Finanzierung des geplanten Wachstums in der „ewigen Rente“ benötigt werden, hat die Bewertungsgutachterin anhand des Wachstumsabschlags bezogen auf das Kapital am Ende der Grobplanungsphase errechnet, nicht den Aktionären als ausschüttbar zugerechnet und auch nicht mit typisierter persönlicher Einkommensteuer belastet (Bl. 686, 688 d.A.).

Die in der obigen Tabelle als „effektive Abgeltungsteuer auf Wertbeitrag Thesaurierung“ angegebenen 79 TEUR setzen sich hingegen aus der mit typisierten 13,1875% angesetzten persönlichen Steuer auf die „operative Wertsteigerung“ (Thesaurierung) von 484 TEUR (das sind rund 64 TEUR) sowie aus einer Kursgewinnsteuer (ebenfalls mit typisierend 13,1875% angesetzt) auf inflationsbedingte Wertsteigerungen (aus rund 117 TEUR errechnet, Steuerabzug rund 15 TEUR) zusammen (Bl. 443 d.A.; BewGA Seite 52 Ziff. 172; Bl. 686 d.A.).

Im System der Abgeltungsteuer ist die Veranschlagung des hälftigen nominalen Steuersatzes zuzüglich Solidaritätszuschlag ( $1/2 \times 25,0\% + 5,5\%$  Solidaritätszuschlag, also 13,1875%) auf den Wertbeitrag aus thesaurierten („operativen“) Gewinnen in der „ewigen Rente“ fachlich anerkannt und gebräuchlich (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 116, juris m.w.N.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 187, juris).

unter Hinweis auf Wagner/Sauer/Willershausen, Wpg 2008, 731, 736; Zeidler/Schöninger/Tschöpel, FB 2008, 276, 281; LG Kiel, Beschluss vom 21. April 2015 – 16 O 75/12 –, Rn. 373, juris; LG München I, Beschluss vom 31. Juli 2015 – 5 HKO 16371/13 –, Rn. 322, juris; so auch LG München I, Beschluss vom 16. April 2019 – 5HK O 14963/17, Seite 41, und zwar ausdrücklich für Detailplanungsphase, „Übergangsjahr“ und „ewige Rente“ - im Verfahren 31 O 36/16 KfH vorgelegt, Bl. 664; ebenso schon LG Kiel, Beschluss vom 21. April 2015 – 16 O 75/12 –, Rn. 373, juris).

Fachlich umstritten ist hingegen der (zusätzliche) Steuerabzug in Höhe einer Kursgewinnsteuer auf „inflationsbedingte Wertsteigerungen“, hier also auf die rund 117 TEUR. Die Antragstellerin Ziff. 1 kritisiert die „Berücksichtigung von Kursgewinnsteuern in der Phase der ewigen Rente“, und spricht von vermeintlich abgezogenen Steuern in Höhe von 16% (Bl. 30 f. d.A.).

In der Bewertungspraxis wird zumindest für die Bestimmung des Barwerts der „ewigen Rente“ der Steuerabzug für die künftige Realisierung „inflationsbedingter (Schein)Gewinne“ (wohl besser: „Nominalgewinne“) inzwischen häufig vorgenommen (Popp, Der Konzern 2019, 151; Ruthardt/Popp, AG 2019, 196, 200, auch zur Akzeptanz in Spruchverfahren sowie unter Hinweis auf die Ablehnung durch LG München I in einer Entscheidung vom 29. August 2018 – 5 HK O 16585/15; ablehnend auch LG München I, Beschluss vom 16. April 2019 – 5 HK O 14963/17, Seite 43, im Verfahren LG Stuttgart 31 O 36/16 KfH SpruchG vorgelegt, Bl. 664 ff. d.A.).

Der Terminsbevollmächtigte der Antragstellerin Ziff. 1 hat selbst in der Verhandlung am 19. Juli 2019 ausgeführt, dass nach einer von dieser erstellten Statistik in immerhin 32 von 170 Fällen der dargestellte Steuerabzug vorgenommen werde (Bl. 686 d.A.).

Die rechnerische Berücksichtigung der Steuerbelastung auf künftig realisierte Veräußerungsgewinne aus rein inflationsbedingten Unternehmenswertsteigerungen geht auf einen Beitrag von Tschöpel/Wiese/Willershausen aus dem Jahr 2010 zurück (Wpg 2010, 349 ff. und 405 ff.). Dass zuvor anders als heute kein Anlass für derartige Überlegungen bestand, hängt zum einen mit der Abkehr von der Vollausschüttungshypothese und zum andern mit dem Wechsel vom Halbeinkünfteverfahren zum Abgeltungsteuersystem zusammen (vgl. Popp, Der Konzern 2019, 149 ff., 151 unter Hinweis auf Tschöpel/Wiese/Willershausen, Wpg 2010, 349 ff., 405 ff.). Die erwähnte Publikation im Jahr 2010 hat ihren Niederschlag im WP-Handbuch 2014 gefunden (WP-Handbuch 2014, Band II 14. Aufl., A 397 ff.). Die dortigen Ausführungen finden sich im aktuellen WP-Handbuch von 2018 wieder (WP-Handbuch „Bewertung und Transaktionsberatung“, 2018, A 452 ff.). Seit 2014 finden die Überlegungen zunehmende Verbreitung in der Bewertungspraxis (so Popp, Der Konzern 2019, 149 ff.).

Die Besteuerung inflationsbedingter Unternehmenswertsteigerungen bzw. der hieraus resultierenden Gewinne müsste einer wirtschaftswissenschaftlichen Publikation zufolge streng

genommen grundsätzlich in jeder Periode des Bewertungskalküls vorgenommen werden, also nicht nur in der „ewigen Rente“ (WP-Handbuch „Bewertung und Transaktionsberatung“, 2018, A 452 ff., 466; zum Verzicht der Bewertungspraxis auf die Anwendung in der Detailplanungsphase „aus vermeintlichen Wesentlichkeitsgründen“ Popp, Der Konzern 2019, 152).

Die Berücksichtigung der effektiven Gesamtsteuerbelastung unter Einschluss der Steuerbelastung auf künftige Kursgewinne kann nach der Fachliteratur auf verschiedenen Wegen sichergestellt werden und, wie im vorliegenden Fall geschehen, durch einen Abzug von den finanziellen Überschüssen erfolgen (vgl. WP-Handbuch „Bewertung und Transaktionsberatung“, 2018, A 454 bei Fn. 783 m.w.N.; so schon WP-Handbuch 2014, Rn. A 399; Popp, Der Konzern 2019, 150). Durch den Abzug im Zähler werden die dahinterstehenden Überlegungen in der Bewertungspraxis zumindest im Bereich der „ewigen Rente“ in der Bewertung reflektiert.

Die Herstellung der typisierten Steuerbelastung auf nachhaltige inflationsbedingte Wertsteigerungen (in Höhe des häufigen Ausschüttungssteuersatzes) wird von Teilen der Betriebswirtschaftslehre und Bewertungspraxis damit gerechtfertigt, dass es sich bei diesen Wertsteigerungen basierend auf der Idee einer fiktiven Vollausschüttung um künftige Veräußerungsgewinne handelt, die grundsätzlich den gleichen steuerlichen Belastungen unterliegen wie thesaurierungsbedingte operative Unternehmenswertsteigerungen. Denn auch das rein inflationäre Wachstum führe irgendwann zu persönlichen Steuern. Die Steuerbelastung stelle die Steueräquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage sicher (ErgStN Bl. 1390 d.A. Seite 12 Rz. 45; so schon WP-Handbuch 2014, Rn. A 398 f.). Auch inflationsbedingte Wertsteigerungen (aufgrund thesaurierter Überschüsse) führten zu „Nominalgewinnen“, die nicht (auf Ewigkeit) steuerfrei vereinnahmt werden könnten, sondern der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterlägen. Ein Zusammenhang mit einer hypothetischen Veräußerung des Aktieneigentums bestehe hier ebensowenig (Popp, Der Konzern 2019, 153), wie eine Liquidation des gesamten Unternehmens in ferner Zukunft unterstellt werden müsste, um die Annahme der Besteuerung zu begründen.

Die in anderen Spruchverfahren erhobene Gegenthese, nach deutschem Steuerrecht komme es nur bei Veräußerung von Unternehmensanteilen zu einer Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen, ist aus Sicht der Kammer nicht nachvollziehbar. Selbstverständlich kommt es bei Veräußerung eines im Eigentum des Unternehmens stehenden Grundstücks, dessen Nominalwert auch inflationsbedingt steigt, zur Hebung stiller Reserven und zur Realisierung von Gewinnen, die auf Unternehmensebene der Körperschaft- und Gewerbesteuer unterliegen. Aus diesen inflationsbedingten „Scheingewinnen“ können Dividenden an die Aktionäre fließen. Der behauptete zwingende Zusammenhang einer Besteuerung mit einer Anteilsveräußerung durch den Aktionär besteht gerade nicht, so dass auch die weitere Argumentationslinie, eine solche

Anteilsveräußerung sei beim IDW S1 aber nicht vorgesehen, im Ergebnis nicht trägt. Auch steht eine unterstellte Hebung stiller Reserven und damit verbundene Besteuerung inflationsbedingter „Scheingewinne“ auf Unternehmensebene (die dann ganz oder teilweise über Dividenden den Aktionären zufließen), in der Phase der „ewigen Rente“ keineswegs im Widerspruch zum Grundansatz des IDW S1, dass regelmäßig von der „unbegrenzten Lebensdauer“ des Unternehmens auszugehen sei (IDW S1 Tz. 85). Denn die Hebung stiller Reserven durch Veräußerung von Betriebsvermögen schließt weder die Reinvestition des Erlöses nach Abzug von Unternehmensteuern und Ausschüttungen an die Aktionäre aus noch kann sie mit einer Liquidation des Unternehmens gleichgesetzt werden.

Immerhin heißt es im IDW S1 (bei Tz. 36): „Unterliegen die thesaurierungsbedingten Wertzuwächse einer effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung, so ist dies bei der Bewertung zu berücksichtigen.“ Der IDW S1 differenziert an dieser Stelle nicht zwischen Veräußerungsgewinnen aus inflationsbedingten Wertzuwächsen bei Betriebsvermögen, das mithilfe thesaurierter Beträge erworben wird, und sonstigen thesaurierungsbedingten bzw. „operativen“ Wertzuwächsen.

Zu diskutieren ist allerdings, ob es konsequenter wäre, die Inflationsgewinnbesteuerung auch im Nenner zu berücksichtigen und ob das hinreichend geschieht – eine Frage, die der vom LG München angehörte sachverständige Prüfer dort (5HK O 16585/15) wie auch in einem bei der 31. Kammer für Handelssachen des LG Stuttgart anhängigen Spruchverfahren (31 O 50/15 KfH SpruchG) aufgeworfen hat.

Die These, durch den Steuerabzug im Zähler komme es zur Inkonsistenz von Zähler und Nenner, weil die Inflationsgewinnbesteuerung beim CAPM nicht berücksichtigt werde, ist in der Wirtschaftswissenschaft nicht unumstritten. Die Gegenauffassung verweist auf den pluralistischen Ansatz des FAUB zur Herleitung einer Marktrisikoprämie nach Steuern. Diese Gegenauffassung argumentiert, dass sich beim CAPM empirisch ohnehin nur Aktienrenditen vor persönlichen Steuern beobachten lassen, die dann in eine Nachsteuer-Aktienrendite bzw. Nachsteuer-Marktrisikoprämie übergeleitet werden, und verweist darauf, dass bei der Ermittlung von Marktrisikoprämien nach persönlichen Steuern implizit auch inflationsbedingte Kursgewinne dem effektiven Veräußerungsgewinnsteuersatz unterworfen werden und demnach implizit der Kapitalisierungszinssatz um diese Effekte vermindert werde. Die Frage, ob die Marktrisikoprämie vergangenheits- oder zukunftsorientiert ermittelt wird, sei nicht entscheidend, da jede in das Tax-CAPM eingesetzte Zahl vollständig der Besteuerung unterliege. In den historisch beobachtbaren Kursrenditen (Differenzbetrag zwischen Aktiengesamrendite und Dividendenrendite) seien inflationsbedingte Kurssteigerungen in die Kursrendite bereits „eingepreist“ (Ruthardt/Popp, AG 2019, 196, 200; Popp, Der Konzern 2019, 149 ff., 153, 155).

Folgt man der letztgenannten wirtschaftswissenschaftlichen Auffassung, so ergibt sich keine Inkonsistenz des Modells, weil die Besteuerung auf inflationsbedingte Kursgewinne danach sowohl im Zähler als auch im Nenner berücksichtigt wird.

Die erörterte Problematik ist damit als eine in der Betriebswirtschaftslehre kontrovers diskutierte methodische Einzelfrage der Unternehmensbewertung anzusehen. Wie bereits ausgeführt, ist es nicht die Aufgabe der Gerichte, in Spruchverfahren derartige wissenschaftliche Streitfragen zu klären (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris Leitsatz und Rn. 81; vgl. auch KG Berlin, Beschluss vom 14. Januar 2009 – 2 W 68/07 –, Rn. 36, juris). Jede Seite hat gute Argumente für ihre Position.

Im vorliegenden Verfahren bedarf die aufgeworfene Detailfrage der Bewertung ohnehin keiner Entscheidung. Denn die Wertauswirkung beläuft sich auf rund 1,30 EUR pro Aktie (nach den Berechnungen der Bewertungsgutachterin, Bl. 688 d.A. und Anlage zum Schriftsatz vom 23. Juli 2019, Bl. 666 ff. d.A.) bzw. sogar nur auf rund 1,29 EUR pro Aktie (nach den Berechnungen der sachverständigen Prüferin, vgl. Stellungnahme vom 13. August 2019, Bl. 704 ff.d.A.). Rechnerisch ergäbe sich dann (nach Auffassung beider) ein angepasster Ertragswert von 85,64 EUR pro Aktie. Die auf ihre Angemessenheit zu überprüfende, durch Mehrheitsbeschluss festgelegte, am umsatzgewichteten Börsenkurs orientierte Abfindung beträgt jedoch 89,08 EUR. Auf die Angemessenheit des vorgenommenen Steuerabzugs kommt es deshalb hier nicht an.

### **III. Kapitalisierungszinssatz**

Der Wert der prognostizierten künftigen Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten herstellen.

#### **1. Gesamtüberblick**

Ausgangspunkt ist die überzeugende betriebswirtschaftliche, im IDW S1-Standard niedergelegte Überlegung, dass der zu ermittelnde Kapitalisierungszinssatz die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativanlage repräsentieren soll und dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 114; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11, Rn. 113, juris). Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen dem Standard zufolge insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht. Die Renditen für Unternehmensanteile lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den

Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 115). Entscheidend ist allerdings die Angemessenheit des Gesamtergebnisses.

Wie bereits ausgeführt, hat die Bewertungsgutachterin zum Zeitpunkt der Erstattung des Bewertungsgutachtens einen Basiszinssatz von 1,0% vor persönlichen Ertragsteuern, eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,50% und einen Betafaktor (unverschuldet) von 0,80 sowie für die „ewige Rente“ einen Wachstumsabschlag von 0,75 zugrunde gelegt (BewGA Seite 67). Die sachverständige Prüferin hat diese Parameter im Prüfungsbericht als sachgerecht bzw. innerhalb der angemessenen Bandbreite liegend bezeichnet (PB Seite 55 ff.). Nach den Stichtagserklärungen sowohl der Bewertungsgutachterin als auch der sachverständigen Prüferin bestand am Bewertungsstichtag kein Anlass zur Anpassung der Abfindung (Anl. AG 5, 6).

## 2. Nachsteuerbetrachtung

Die vorgenommene Nachsteuerbetrachtung auch beim Kapitalisierungszinssatz ist konsistent zur Berechnung der im Zähler der Bewertungsgleichung berücksichtigten Zahlungsströme nach Steuern.

## 3. Basiszinssatz

Die Höhe des zugrunde gelegten Basiszinssatzes ist nicht zu beanstanden.

Die Antragsteller Ziff. 10 bis 13 vertreten die Auffassung, beim Basiszinssatz müsse auf „die Zinsrealität“ (mit Negativzinsen für deutsche Staatsanleihen) abgestellt und daher ein auf 0,1% reduzierter Basiszins angewandt werden (Bl. 120 d.A.). Verschiedene Antragsteller vertreten den Standpunkt, maßgeblich müssten „Anlagen zu aktuell gültigen Zinssätzen“ sein (etwa Antragsteller Ziff. 27, Bl. 236 d.A.; Ziff. 29, Bl. 258 d.A.). Mehrere Antragsteller meinen, es müsse auf die Zeiträume abgestellt werden, für den sich die Gesellschaft finanziere oder für den sie plane (etwa Antragsteller Ziff. 22, Bl. 178 d.A.; Ziff. 23, Bl. 191 d.A.; Ziff. 25, Bl. 215 d.A.; Ziff. 26, Bl. 228 d.A.; Ziff. 37, Bl. 282 f., der einen 10-Jahres-Zeitraum vorschlägt). Der gemeinsame Vertreter plädiert für die Heranziehung der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen (Bl. 539 d.A.).

Diesen Ansätzen kann nicht gefolgt werden. Nach dem IDW S1-Standard i.d.F. 2008 ist für den objektivierten Unternehmenswert bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von dem „landesüblichen Zinssatz“ für eine (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen, wobei „grundsätzlich“ auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt wird (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 116). Die Unternehmensbewertung ist, vom hier nicht vorliegenden Sonderfall eines Unternehmens mit zeitlich begrenzter Lebensdauer abgesehen (vgl. IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 117), auf die Ewigkeit ausgelegt (vgl. LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 113, juris). Weil das Unternehmen beim Ertragswertverfahren

mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer bewertet wird, spricht man bezogen auf die künftigen Nettoerträge nach der Detailplanungsphase auch von der „ewigen Rente“. Dem bereits erwähnten (betriebswirtschaftlichen) Gebot der Laufzeitäquivalenz entsprechend, wäre als Basiszinssatz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen. Weil es solche „ewigen Anleihen“ jedoch nicht gibt, zieht man nach dem IDW-Standard hilfsweise die Zinsstrukturkurven und zeitlich darüber hinausgehende Prognosen heran (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 117), um so näherungsweise theoretische Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit zu ermitteln.

Die Bewertungsgutachterin hat die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte, nach der Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve für Bundeswertpapiere herangezogen (BewGA Seite 55 Ziff. 191). Das entspricht der Empfehlung des IDW im IDW S1-Standard (i.d.F. 2008, Tz. 117), ist methodisch in der Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 70, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2017 – I-26 W 10/15 (AktE) –, Rn. 45, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 100, juris; Oberlandesgericht Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014 – 1 W 18/13 –, Rn. 58, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 113, juris) und entspricht der anerkannten Expertenauffassung des IDW (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 124, juris). Die Zinsstrukturkurven bilden laufzeitspezifische Basiszinssätze ab. Aus laufzeitspezifischen Zinssätzen für einen langen Zeitraum kann finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden. Dem Gebot der Äquivalenz des Kapitalisierungszinssatzes hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung ist damit genüge getan. Der von manchen Antragstellern geforderten Abbildung laufzeitspezifisch differenzierter Basiszinssätze in der Bewertungsgleichung (etwa Antragsteller Ziff. 38 und 39, Bl. 288 d.A.) bedarf es somit nicht. Die Kammer schließt sich auch diesbezüglich dem Votum der sachverständigen Prüferin an (PB Seite 56).

Solange keine risikoärmere Anlageform erkennbar ist, bleibt die beobachtbare langfristige Rendite deutscher Staatsanleihen unverändert die bestmögliche Schätzgrundlage für quasi-risikofreie Renditen.

Die Bewertungsgutachterin hat nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen. Insoweit kann bezogen auf die Ermittlung des Basiszinssatzes von einem zeitlich begrenzten Rückgriff auf historische Durchschnittszinssätze gesprochen werden, der bekanntlich dazu dient, aus der Perspektive des Stichtags kurzfristige Marktschwankungen zu glätten und kurzfristige Einflüsse zu bereinigen. Der Rückgriff auf einen Dreimonatsdurchschnitt – freilich aus der Perspektive des Stichtags – ist in der

Bewertungspraxis üblich und in der Rechtsprechung seit langem anerkannt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 96, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. Juni 2016 – I-26 W 4/12 (AktE) –, Rn. 20, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 114, juris).

Vereinzelt wird geltend gemacht, der Basiszinssatz sei bis zum 31. Mai 2016 auf 0,62%, gerundet also 0,50% gefallen (so Antragsteller Ziff. 38 und 39, Bl. 288 d.A.). Die als Anlage vorgelegte Grafik betrifft jedoch die Zinsstrukturkurve am hier nicht maßgeblichen Stichtag 31. Oktober 2016 (Anl. AS 1 nach Bl. 292 d.A.). Die für den Bewertungsstichtag 31. Mai 2016 maßgebliche Zinsstrukturkurve zeigt einen Basiszinssatz von 1,01%, zutreffend gerundet also von 1,0% (<http://www.basiszinsskurve.de/basiszinssatz-gemaess-idw.html>).

#### 4. Marktrisikoprämie

##### a. Grundsätzliche Überlegungen

##### aa. Zum Tax-CAPM und zur Kritik an dessen Anwendung

Der Risikozuschlag ergibt sich als Produkt zweier Faktoren: der Marktrisikoprämie, die erwartungsgemäß erzielt wird, wenn statt in (quasi-)risikolosen Wertpapieren in ein aus riskanten Papieren bestehendes Marktportfolio investiert wird, und dem individuellen Betafaktor, der die Fluktuation des Risikos im Verhältnis zum Gesamtmarkt riskanter Papiere ausdrückt. Die Marktrisikoprämie wird in der derzeitigen Bewertungspraxis mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus Kapitalmarktdaten abgeleitet („Capital Asset Pricing Model“, kurz CAPM; weiterentwickelt: Tax-CAPM) (IDW S 1 a.a.O. Tz. 115, 118; IDW, WP-Handbuch „Bewertung und Transaktionsberatung“ 2018, A 348 ff.; C 122; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 2016, Rz. 826 ff.; Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung 5. Aufl. 2016, Seite 102 ff.).

Neben dem CAPM oder dem Tax-CAPM werden in der Wirtschaftswissenschaft auch andere Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlags, etwa die „Risikozuschlagsmethode“ (dazu Veil, in Spindler/Stilz, AktG 3. Aufl. § 305 Rn. 89) erörtert.

Einzelne Antragsteller (u.a. die Antragsteller Ziff. 1, Bl. 32 Rz. 112 ff.; Ziff. 10 bis 13, Bl. 121 ff. d.A.; Ziff. 15 bis 21, Bl. 163 d.A.) weisen auch auf Gerichtsentscheidungen hin, die Probleme des Tax-CAPM dezidiert ansprechen. Die häufig zitierte Entscheidung des OLG München von 2008 verwirft das Tax-CAPM keinesfalls als unbrauchbar, sondern hält lediglich an der früheren Risikozuschlagsmethode fest, d.h. der pauschalen Festlegung des Risikozuschlags „aufgrund von Erfahrungswerten“, und verneint eine Überlegenheit des Tax-CAPM (OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 – 31 Wx 88/06 –, Rn. 31). Auch das LG Düsseldorf verwirft in der von der Antragstellerin Ziff. 1 zitierten Entscheidung von 2014 das Tax-CAPM nicht kategorisch,

sondern verweist auf den wirtschaftswissenschaftlichen Methodenstreit und plädiert für die Beschränkung des Gerichts auf die Prüfung, ob ein Parameter nachvollziehbar ist und „in der Größenordnung den üblichen Ansätzen“ entspricht, wenn es keinen Grund gibt, von „gängigen Größen deutlich abzuweichen“ (LG Düsseldorf, Beschluss vom 05. August 2014 – 33 O 1/07 AktE, Rn. 139 ff., 146). Nach der jüngsten Entscheidung des BGH zur Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes durch die Bundesnetzagentur können die Ergebnisse des CAPM und historischer Datenreihen verwendet werden, ohne dass zusätzliche „Plausibilisierungen“ oder eine „alternative Modellierung“ geboten wären (BGH, Beschluss vom 09. Juli 2019 – EnVR 41/18 Rn. 39, 43). Richtig ist, dass die Bewertung nach dem Tax-CAPM von subjektiven Einschätzungen des Bewerter abhängt, wie bei anderen Methoden auch.

Es kann und muss dahingestellt bleiben, ob und welche Vor- und Nachteile andere betriebswirtschaftliche Methoden gegenüber dem Tax-CAPM haben. Entscheidend bleibt nach den oben (I. 3. c) dargestellten Rechtsprechungsgrundsätzen der Angemessenheitsprüfung, dass das Tax-CAPM weiterhin eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte, in der Bewertungspraxis gebräuchliche und in der Rechtsprechung weitgehend akzeptierte Methode darstellt (dazu Veil, in Spindler/Stilz a.a.O. § 305 Rn. 90; vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 105; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. Dezember 2016 – I-26 W 25/12 (AktE) –, Rn. 78; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 69 zum IDW S1 i.d.F. 2000; Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12, Rn. 162; auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 18, 25, 95, 98 ohne weitere Thematisierung angesichts des beschränkten Beschwerdevorbringens). Im Spruchverfahren kann es nicht darum gehen, einen wirtschaftswissenschaftlichen Methodenstreit richterlich zu entscheiden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 49, 67 juris). Die Wahl des Tax-CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags ist daher nicht grundsätzlich zu beanstanden (ebenso BGH, Beschluss vom 09. Juli 2019 – EnVR 41/18 Rn. 39 für das CAPM).

Eine andere, noch zu erörternde Frage ist, mit welchen Werten die Parameter der Formel, die das Tax-CAPM vorgibt, im konkreten Fall ausgefüllt werden.

bb. Verzicht auf jeglichen Risikozuschlag?

Soweit die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 behaupten, eine Studie der Deutschen Bank komme zu dem Ergebnis, dass es derzeit „praktisch keine Überrendite von Aktien gegenüber Anleihen“ gebe (Bl. 161 d.A.), und soweit diese Kritik zum Ausdruck bringen soll, dass keinerlei Risikozuschlag gerechtfertigt sei, vermag die Kammer der Argumentation nicht zu folgen.

Die These, für das unzweifelhaft höhere Risiko der Aktienanlage sei keinerlei Risikozuschlag anzusetzen, verstieße nach Einschätzung der Kammer gegen jegliche Lebenserfahrung. Gegenüber der Anlage in Zerobonds oder festverzinslichen Anleihen „sicherer“ öffentlicher

Emittenten bei bestehendem Rückzahlungsanspruch ist die Investition in Aktien eines Unternehmens zweifellos mit höheren Chancen, aber auch Risiken verbunden, die sich aus der unternehmerischen Tätigkeit ergeben (OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 68, juris). Der Aktionär trägt im Umfang seiner Beteiligung nicht nur das Insolvenzrisiko, sondern auch das im Vergleich zum Ausfallrisiko bei festverzinslichen Staatsanleihen „sicherer“ Emittenten tendenziell höhere unternehmerische Risiko mit, dass künftige Erträge nicht einklagbar sind, dass sie bei verfehlten Geschäftsführungsentscheidungen ganz ausbleiben oder durch Verluste in späteren Geschäftsjahren aufgezehrt werden können und dass es auch keine Garantie dafür gibt, dass sie stetig anfallen. Darüber hinaus trägt er anders als bei Staatsanleihen mit festem Rückzahlungsbetrag, der bei Fälligkeit einklagbar wäre, auch noch das Risiko, bei einer in Zukunft getroffenen, freien Deinvestitionsentscheidung letztlich auf die zu diesem Zeitpunkt aktuelle Wertschätzung des Kapitalmarkts angewiesen zu sein. Hieraus ergibt sich das Risiko, dass der Gesamtertrag für den Anleger selbst bei regelmäßigen Überschüssen letztlich infolge von Kursverlusten negativ sein kann. All diese Chancen, aber auch Risiken unterscheiden die Aktienanlage von derjenigen in festverzinslichen Staatsanleihen.

Anleger sind im Grundsatz risikoavers. Nach aller Lebenserfahrung sollte sich der vernünftig denkende Anleger bei seinen Renditeerwartungen an seiner individuellen Bereitschaft orientieren, Risiken zu übernehmen. Ist er bereit, höhere Risiken in Kauf zu nehmen, darf er auch eine höhere Rendite erwarten. Eine geringere Risikobereitschaft korrespondiert mit einer entsprechend geringeren Rendite. Risikoaverse Anleger würden bei einer Marktrisikoprämie von Null mangels vorteilhafter Alternativen ihr gesamtes Vermögen risikofrei anlegen. Je höher die Marktrisikoprämie ist, desto höher auch der Anteil, den Anleger bereit sind, in risikoreiche Anlagen zu investieren. Bei einer unterstellten Marktrisikoprämie von Null für die Aktienanlage wäre nicht plausibel erklärbar, dass ein vernünftig denkender, durchschnittlicher Marktteilnehmer überhaupt in ungesicherte, ggfs. hohen Kursschwankungen unterliegende Aktien investiert. Das spricht dafür, dass man dem Aktienanleger im Vergleich zur risikofreien Anlage zum Basiszins eine Risikoprämie zubilligen muss (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 287, juris; vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 04. Juli 2012 – I-26 W 8/10 (AktE) –, Rn. 56, juris; Beschluss vom 29. September 2010 – I-26 W 4/09 (AktE) –, Rn. 62). Durch Angebot und Nachfrage entsteht an einem Kapitalmarkt, an dem sich risikoaverse Marktakteure betätigen, für eine gegenüber der risikofreien Anlage riskantere Anlagen automatisch eine positive Marktrisikoprämie.

Hinzu kommt: Bei einer „quasi-risikofreien“ Anlage in festverzinslichen Wertpapieren steht die Höhe der Zinszahlungen fest, so dass nur das Bonitätsrisiko abzugelten ist. Demgegenüber geht es bei der Unternehmensbewertung um Überschüsse, die aufgrund einer Planung prognostiziert wurden und bei denen es sich lediglich um Erwartungswerte handelt, deren

Realisierung keineswegs sicher ist. Durch den Risikozuschlag wird dieser Unsicherheit der Planung Rechnung getragen.

Auch das OLG Stuttgart geht nach ständiger Rechtsprechung davon aus, dass sich der Kapitalisierungszinssatz, zu dem künftig zufließende Erträge zu diskontieren sind, aus einem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammensetzt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 58, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 287, juris).

#### b. Konkrete Einschätzung der Marktrisikoprämie

Die Bewertungsgutachterin hat die bei der Bewertung im vorliegenden Fall angewandte Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,5% festgelegt (BewGA Seite 58 Ziff. 204). Die sachverständige Prüferin hat die Höhe der Marktrisikoprämie als angemessen bezeichnet (PB Seite 56). Die zugrunde gelegte Marktrisikoprämie ist – auch unter Berücksichtigung der nahezu von allen Antragstellern geäußerten Kritik – nicht zu beanstanden.

##### aa. Zugrunde liegende empirische Daten

Die Marktrisikoprämie lässt sich anhand von Marktrenditen im Vergleich zum risikolosen Basiszins ermitteln (Wollny, a.a.O. Seite 547; vgl. IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 120), wobei es für den Kapitalisierungszins bei der Unternehmensbewertung wiederum um eine Zukunftsprognose, um einen Erwartungswert geht. Da die Marktrisikoprämie nicht direkt beobachtet werden kann (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 811), wird sie bislang regelmäßig aus empirischen Daten abgeleitet (Wollny, a.a.O. Seite 552). In der Wirtschaftswissenschaft fehlt es nach wie vor an einem konsensfähigen Modell zur Bestimmung der Marktrisikoprämie, vieles ist umstritten. Trotz mancher Einwände und Bedenken in der Fachwissenschaft ist aber die Herleitung aus „historischen Marktrisikoprämien“ nach wie vor anerkannt und gebräuchlich (OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 1/13 –, Rn. 97 ff., juris; Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 131, juris). Daneben gibt es inzwischen weitere Überlegungen. Das IDW verfolgt einen pluralistischen Ansatz zur Bestimmung der Marktrisikoprämie.

Bei der Herleitung anhand empirischer Daten werden in der Betriebswirtschaftslehre mit jeweils guten Argumenten unterschiedliche Referenzindizes für das „Marktportfolio“ (etwa: DAX, sämtliche deutsche Aktien, CDAX, MSCI, nur Stammaktien aus dem DAX) und unterschiedliche Wege der Durchschnittsbildung zur Verarbeitung empirischer Daten (arithmetisches vs. geometrisches Mittel) vertreten. Während die Verdichtung unter Verwendung des arithmetischen Mittels eine jährliche Anlage und Veräußerung des Aktienportfolios unterstellt, legt die Verwendung des geometrischen Mittels eine Kauf- und Haltestrategie über den gesamten Anlagezeitraum zugrunde (Wollny, a.a.O. S. 548 ff., 552f.). Dementsprechend gibt es weltweit

zahlreiche Studien zur Ableitung von Marktrisikoprämien, auch für unterschiedliche Untersuchungszeiträume, die zu völlig unterschiedlichen Ergebnissen führen (vgl. exemplarisch die bei Wollny, a.a.O. Seite 557 ff. aufgeführten).

Es ist, wie bereits ausgeführt, nicht Aufgabe der Rechtsprechung, im Rahmen von Spruchverfahren bei der Beurteilung der Angemessenheit eines rechnerisch im Wege des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerts einen Beitrag zur Lösung ungeklärter Streitfragen der Wirtschaftswissenschaft zu leisten und die eine „richtige“ empirisch begründbare Marktrisikoprämie festzulegen, die es – angesichts der Bandbreite vertretbarer Werte – nicht geben kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 1/13 –, Rn. 99, 101 auch zu den Methoden der Mittelwertbildung; Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 176, juris; vgl. zuletzt auch BGH, Beschluss vom 09. Juli 2019 – EnVR 41/18 Rn. 37, 43).

Die Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie sind insbesondere auf empirische Studien von Herrn Prof. Stehle zurückzuführen (Wpg 2004, 906 ff.; vgl. Wollny, a.a.O. Seite 556). Einige Antragsteller behaupten, die „Stehle-Studie“ von 2004, auf der die Empfehlungen des FAUB beruhten, sei (aus nicht spezifizierten Gründen) „unbrauchbar“ (so etwa Antragsteller Ziff. 10 bis 13, Bl. 121 d.A.) bzw. diese Studie sei von ihrem Urheber, Herrn Prof. Stehle, durch eine Veröffentlichung von 2010 revidiert worden (so etwa die Antragsteller Ziff. 15 bis 21, Bl. 160 d.A.; Ziff. 37, Bl. 283 d.A.). Das trifft jedoch nicht zu, wie durch den Inhalt des Schreibens von Herrn Prof. Stehle an das OLG Stuttgart zum Verfahren 20 W 11/08 vom 15. April 2011 belegt. Demnach gelten seine Ausführungen von 2004 weiterhin uneingeschränkt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 244 ff., auch zu weiteren pauschalen Einwänden gegen die „Stehle-Studie“). Die Studie von Prof. Stehle wird von Gerichten regelmäßig auch weiterhin als eine der empirischen Grundlagen zur Bestimmung der Marktrisikoprämie herangezogen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08, Rn. 188 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 – I-26 W 9/14 (AktE), Rn. 54; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17. Dezember 2015 – I-26 W 22/14 (AktE), Rn. 50; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 02. Oktober 2017 – 9 W 3/14, Rn. 36).

#### bb. Weitere Ansätze neben der empirischen Methode

Schon seit Jahren werden in der Betriebswirtschaftslehre und Unternehmensbewertung neben der „empirischen Methode“ (Gewinnung der Marktrisikoprämie aus historischen Daten) „zukunftsgerichtete“ Ansätze diskutiert.

Ein solcher Ansatz ist die Ermittlung „impliziter Marktrisikoprämien“ (Kapitalkosten) anhand aktueller Aktienkurse und anhand von Analystenschätzungen bezüglich der künftigen Überschüsse (im Überblick Wollny, a.a.O. Seite 564 f. mit Hinweis auf verschiedene Studien zu impliziten Marktrisikoprämien von 2001 bis 2014). Ausgehend von bekannten Marktwerten

(Börsenkursen) und bekannten, erwarteten Cashflows lassen sich bei dieser Methode in Umstellung der Bewertungsgleichung Gesamtrenditen (also implizite Kapitalkosten) ermitteln (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 818 unter Hinweis auf Jäckel/Kaserer/Mühlhäuser, WPg 2013, 365 ff.; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willmershausen, WPg 2013, 948 ff., 950 ff.).

Dieser Ansatz ist zwar in der jüngsten Rechtsprechung teilweise auf Ablehnung gestoßen (LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 145). Trotz möglicherweise im Einzelfall berechtigten Misstrauens gegen die Zuverlässigkeit einzelner Analystenschätzungen, trotz deren fehlender intersubjektiver Nachprüfbarkeit, trotz begrenzt möglicher Betrachtungszeiträume (Verfügbarkeit von Analystenschätzungen in der Regel nur für mehrere Jahre, nicht Jahrzehnte) und weiterer Einwände lassen sich aber für das Modell der „impliziten Kapitalkosten“ grundsätzlich verschiedene Argumente anführen:

Veröffentlichte Analystenschätzungen können einen durchaus erheblichen Einfluss auf den Kapitalmarkt und die Kursentwicklung haben, denn sie beeinflussen subjektive Einschätzungen der Anleger und damit auch Anlageentscheidungen. Sie fließen in „fundamentalanalytische“ Kennzahlen wie etwa das Kurs-Gewinn-Verhältnis, in die Gewinnrendite (Kehrwert des KGV) und in Dividendenbarwertmodelle ein (vgl. zur Relevanz bei der Analyse des Kapitalmarkts auch Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, Seite 16 ff., <https://www.bundesbank.de>).

Gerade eine stärker kapitalmarktorientierte Bewertung von Aktien trägt dem Gedanken Rechnung, dass es um das Ziel der Ermittlung desjenigen Betrages geht, den der Aktionär bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ tatsächlich zum Bewertungsstichtag hätte erhalten können (für eine stärker kapitalmarktorientierte Bewertung LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG –, Rn. 87 ff., zum KGV als relevante Kennzahl vgl. Rn. 98; außerdem LG Stuttgart, Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG; Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 8. Aufl. 2016, § 305 AktG Rn. 41a, 41b, 69b; auch Fleischer, AG 2016, 185, 192 mit der These, ein „marktorientierter Methodenpluralismus“ verspreche gegenüber der Ertragswertmethode „validere Unternehmenswerte“). Minderheitsaktionäre sind bei der fiktiven „freien Deinvestitionsentscheidung“ typischerweise auf den von Analystenschätzungen beeinflussten Kapitalmarkt angewiesen.

Soweit Wirtschaftsprüfer die Gleichsetzung von Börsenpreis und Unternehmenswert als problematisch bezeichnen (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 819), ist ihnen entgegenzuhalten, dass an einem funktionierenden Kapitalmarkt der Markt – aus Sicht des Gesetzgebers - die „richtige“ Unternehmensbewertung liefert (BT-Drucks. 13/9712, S. 13), und dass auch aus verfassungsrechtlicher Sicht der im Spruchverfahren „gesuchte“ Verkehrswert „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“ ist (BVerfG, Beschluss vom

27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 56, 60, 63), während der Kapitalmarkt Informationen regelmäßig nicht reflektiert, die am Bewertungsstichtag Unternehmensinterna sind und zu denen zwar Wirtschaftsprüfer im Rahmen ihrer Bewertungstätigkeit Zugang haben, auf die aber gewöhnliche Kapitalmarktteilnehmer oder Analysten keinen Zugriff haben (vgl. zum Ganzen LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 68 ff., juris; Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG).

Reine Ex-post-Analysen (wie die Ermittlung anhand historischer Werte) haben Nachteile: den fehlenden Bezug zur aktuellen Kapitalmarktsituation und die geringere Sensitivität gegenüber aktuellen Trends (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 818). Manche Antragsteller kritisieren in Spruchverfahren an der auf historischen Kapitalmarktdaten beruhenden „empirischen Methode“, dass sie Verhältnisse und Entwicklungen an den Kapitalmärkten vor Jahrzehnten berücksichtige (etwa die „Nachkriegsboom-Jahre“, abhängig vom gewählten Betrachtungszeitraum), dass aber nicht klar sei, inwieweit sich diese Effekte auch künftig bei langfristigem Anlagehorizont wiederholen werden und ob die aus der Historie gewonnenen Parameter heute überhaupt noch relevant sind. Die Ex-ante-Analyse impliziter Kapitalkosten und deren (ergänzende) Berücksichtigung bei der Bestimmung der angemessenen Marktrisikoprämie vermeidet diese Nachteile.

Die im vorliegenden Verfahren etwa von der Antragstellerin Ziff. 1 (Bl. 55 d.A.) und außerhalb auch von anderen Kritikern angesprochenen „Schätzfehler“ sprechen nicht generell gegen das Modell der „impliziten Kapitalkosten“, denn solche Fehler können zumindest bei Heranziehung einer Vielzahl von Analystenschätzungen nivelliert werden. Berücksichtigt wird der Durchschnitt aller verfügbaren Schätzungen, die sogenannte Consensus-Schätzung, was tendenziell zu einem Ausgleich einzelner Über- oder Untertreibungen führt (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 819). Berücksichtigt man zudem, dass in die Schätzungen von Analysten auch Informationen einfließen, die sie vom Management des jeweiligen Unternehmens erhalten, und dass das Management bei der Kommunikation am Kapitalmarkt Anreize hat, eher über den realistischen Erwartungswerte liegende Zahlen zu verwenden (wie bereits in Spruchverfahren erörtert), so wird deutlich, dass derartige Analystenschätzungen nicht zwangsläufig zum Nachteil von Minderheitsaktionären ausfallen.

Auch die Deutsche Bundesbank stellt bei Analysen zum „angemessenen Bewertungsniveau“ an den Aktienmärkten auf implizite Kapitalkosten ab und greift auf aktuelle Kapitalmarktzinsen und Dividendenerwartungen von Analysten zurück (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, Seite 15 ff., vgl. <https://www.bundesbank.de>).

In Österreich orientiert sich der Fachsenat für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer seit 2017 (Empfehlung KFS/BW 1 E7) an den impliziten Marktrenditen und damit an impliziten Marktrisikoprämien und zieht seine Schlüsse angesichts unterschiedlicher

Verfahren (Residualgewinnmodelle, Dividendendiskontierungsmodelle) und unterschiedlicher Gewinnprognosen von Analysten aus einem Bündel von Studien (vgl. Bertl, Wpg 2018, 805).

Die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion zur „richtigen“ Methodik der Bestimmung der Marktrisikoprämie ist nicht abgeschlossen (Steinle/Liebert/Katzenstein, in MünchHdB GesR Band 7, 5. Aufl. 2016, § 34 Rn. 144). Bis auf Weiteres spricht deshalb nichts dagegen, im Rahmen eines „pluralistischen“ Ansatzes neben den empirischen Beobachtungen zu historischen Marktrisikoprämien auch andere Ansätze wie etwa das Modell der impliziten Kapitalkosten zu berücksichtigen.

#### cc. Empfehlung des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie im historischen Verlauf

Der FAUB bzw. dessen Vorgänger, der Arbeitskreis Unternehmensbewertung des IDW („AKU“) haben in der Vergangenheit Empfehlungen ausgesprochen und diese abhängig von steuerrechtlichen Änderungen angepasst (zum Ganzen und auch zum Folgenden Wollny, a.a.O. Seite 568 ff.). Das ist unter Berücksichtigung der Prämissen des Tax-CAPM konsequent.

Die Bewertungsgutachterin (BewGA Seite 57 Ziff. 200) nimmt hinsichtlich der Marktrisikoprämie ausdrücklich Bezug auf die zum Bewertungsstichtag gültige Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012, die sachverständige Prüferin beruft sich indirekt ebenfalls auf diese Empfehlung (PB Seite 56).

Zu der auf das Halbeinkünfteverfahren bezogenen Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW („AKU“), eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,0% bis 6,0% anzuwenden (IDW-FN 2005, 71), hat das OLG Stuttgart bereits entschieden, dass es sich um eine anerkannte Expertenauffassung handle, die als Schätzgrundlage dienen könne (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 319 ff., juris).

Zum 01. Januar 2009 kam es in Deutschland zu grundlegenden Änderungen bei der Besteuerung von Kapitalgesellschaften und ihrer Anteilseigner. An die Stelle des Halbeinkünfteverfahrens trat die Abgeltungsteuer. Stellt man die mit dem Tax-CAPM verbundene Nachsteuerbetrachtung an, so ergibt sich die Aktienrendite aus der Dividendenrendite, der Kursrendite und der Steuerbelastung auf Dividenden und Kursgewinne. Es leuchtet ein, dass die Höhe der Marktrisikoprämie nach Steuern von den jeweils geltenden ertragsteuerrechtlichen Regelungen abhängt. Die Marktrisikoprämie nach Steuern im früheren Halbeinkünfteverfahren ist eine andere als im seit 2009 geltenden System der Abgeltungsteuer. Dies führte im Ergebnis zu der Empfehlung des FAUB, nun abhängig vom Bewertungsstichtag von einer Marktrisikoprämie nach Steuern in einer Bandbreite zwischen 4,0% und 5,0% auszugehen (vgl. Wollny, a.a.O. Seite 570; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willmershausen, WPg 2013, 948 ff., 957).

Im Zuge der Finanzkrise ab 2007/2008, der „Eurokrise“ ab 2009 und der (spätestens) 2011 deutlich werdenden Staatsschuldenkrise sanken allerdings die Renditen deutscher Staatsanleihen und die korrespondierende Zinsstrukturkurve auf ein historisch niedriges Niveau (dazu auch PB Seite 56: „historischer Tiefstand“, „teilweise beobachtbare negative Realrenditen“). Parallel zum Rückgang der Renditen deutscher Bundesanleihen in der zweiten Jahreshälfte 2011 sanken auch die deutschen Aktienindizes (vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram, Corporate Finance 2012, Seite 70 f.). Nachdem der FAUB im November 2009 zunächst keinen Anlass sah, seine Empfehlung zur Marktrisikoprämie zu ändern (IDW-FN 2009, Seite 696, 697), empfahl er im Januar 2012 seinen Mitgliedern, angesichts der beobachtbaren Unsicherheit am Kapitalmarkt, bei Unternehmensbewertungen zu prüfen, ob eine Marktrisikoprämie am oberen Rand der bislang empfohlenen Bandbreite (also: 5%) anzusetzen sei.

In den Hinweisen vom 19. September 2012 hielt es der FAUB dann für sachgerecht, unter Berücksichtigung der Finanzmarktkrise und des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes (wie schon der vollständige Titel der „Hinweise“ zeigt) nun von einer Bandbreite von 5,0% bis 6,0% nach Steuern auszugehen. An dieser Empfehlung hielt er über den Bewertungsstichtag im vorliegenden Fall hinaus bis in jüngster Zeit fest (vgl. auch dazu Wollny, a.a.O. Seite 572 f.).

Unter anderem in der bereits erwähnten Publikation von Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner (Wpg 2018, 806 ff.) finden sich nähere Erläuterungen zu den Gründen der geänderten, seit 19. September 2012 geltenden Empfehlung des FAUB, die nunmehr nicht allein auf empirisch ermittelte historische Marktrisikoprämien gestützt wird, sondern mit einem pluralistischen Ansatz – u.a. auch mit der Verwendung von ex-ante-Analysen impliziter Kapitalkosten sowie der Betrachtung langfristiger realer Aktienrenditen – gerechtfertigt wird.

#### dd. Meinungsstreit in Bezug auf die Marktrisikoprämie bei anhaltender Niedrigzinsphase

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird unter Hinweis auf die anhaltende Niedrigzinsphase sowie empirische Untersuchungen die Anwendung einer erhöhten Marktrisikoprämie befürwortet (Wagner u.a.; WPg 2013, 948 ff; Gleißner, WPg 2014, 258 ff; Zeidler/Tschöpel/Bertram, BewPraktiker 2012, 2 ff, zit. nach OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15, Rn. 74). Andererseits gibt es in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur durchaus Kritiker, die entweder signifikante Auswirkungen der Finanzkrise oder der anhaltenden Niedrigzinsphase generell bezweifeln (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 2016, Rz. 858 ff., 861 ff.) oder sich für eine zumindest inzwischen wieder gesunkene Marktrisikoprämie aussprechen und die u.a. auf eine nach dem Kurseinbruch von 2009 signifikant gestiegene Marktkapitalisierung deutscher Aktien sowie auf zahlreiche, in den empirischen Daten bereits berücksichtigte konjunkturelle Krisen der Vergangenheit verweisen (Wollny, a.a.O. 2018, Seite 574 ff., 581 ff.). Ob bei sinkendem Basiszins auch die Marktrisikoprämie fallen muss, ist streitig (vgl. Großfeld, a.a.O. Rz. 862; LG Frankfurt, Beschluss

vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13 –, Rn. 56 unter Hinweis auf Knoll/Wenger/Tartler ZSteu 2011, 47; Knoll, BewPraktiker März 2012, S. 11 einerseits und Zeidler/Tschöpel/Bertram, BewPraktiker März 2012, S. 2 andererseits).

Die betriebswirtschaftliche Diskussion zur Ermittlung einer sachgerechten Marktrisikoprämie insbesondere in der anhaltenden Niedrigzinsphase ist noch nicht abgeschlossen.

Nichts anderes ergäbe sich aus dem zuletzt mit Schriftsatz vom 08. August 2019 vom Antragsteller Ziff. 42 als Anlage C2 vorgelegten nicht unterzeichneten Dokument unklarer Urheberschaft (Bl. 701 d.A.): Selbst wenn eine einzelne Wirtschaftsprüfungsgesellschaft im Jahr 2014 den bei ihr tätigen Berufsträgern empfohlen haben sollte, von einer „gespaltenen“ Marktrisikoprämie (5,5% nach Steuern bei „gesellschaftsrechtlichen Bewertungen“, sonst 6,0% vor Steuern) auszugehen, ließe das eine möglicherweise inkonsequente Handhabung innerhalb dieser Wirtschaftsprüfungsgesellschaft vermuten, belegte aber nicht die „Unvertretbarkeit“ der aktuellen FAUB-Empfehlung.

Das LG Hannover und das LG Hamburg sind der Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 gefolgt und haben eine Marktrisikoprämie von 5,5% als angemessen bestätigt (LG Hannover, Beschluss vom 25. Februar 2015 – 23 AktE 7/13 bezogen auf den Bewertungsstichtag 23. November 2012, Entscheidung im Verfahren LG Stuttgart 31 O 50/15 KfH SpruchG vorgelegt als Anlage AG 16; LG Hamburg, Beschluss vom 23. Februar 2016 – 403 HKO 152/14 –, Rn. 53, juris). Auch das OLG Frankfurt hat sich gerade angesichts des Streits in der Wirtschaftswissenschaft und in Literatur und Rechtsprechung für die weitere Berücksichtigung der Empfehlung des FAUB zur erhöhten Marktrisikoprämie im „Niedrigzinsumfeld“ und für die Angemessenheit der konkreten Verwendung von 5,5% bezogen auf einen Bewertungsstichtag im Jahr 2013 ausgesprochen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15 –, Rn. 71, 76; zustimmend Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 744). Zum gleichen Ergebnis ist u.a. das OLG Düsseldorf gelangt (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018 – I-26 W 4/16 (AktE) –, Rn. 49, juris bezogen auf einen Stichtag im Mai 2013).

Das LG Stuttgart hat inzwischen mehrfach für verschiedene Bewertungsstichtage entschieden, dass es jeweils noch bei dem Rückgriff auf die Empfehlung des FAUB bleiben könne (LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG für den Stichtag 25. Juli 2016; Beschluss vom 24. September 2018 – 42 O 49/16 KfH SpruchG für den Stichtag 08. Juni 2016; Beschluss vom 17. September 2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG –, Rn. 476 ff., juris für den Stichtag 15. Juli 2014; Beschluss vom 12. Mai 2017 – 31 O 61/13 KfH SpruchG bezogen auf den Stichtag 25. April 2013 – Verfahren vor dem OLG Stuttgart durch Vergleich beendet; Beschluss vom 22. August 2016 – 31 O 1/13 KfH SpruchG bezogen auf den Stichtag 15. November 2012).

Hingegen weicht das LG München I in mittlerweile ständiger Rechtsprechung dezidiert von der Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 zur erhöhten Marktrisikoprämie ab (vgl. u.a. LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 136, juris). Es legt stattdessen bei Anwendung des Tax-CAPM eine Marktrisikoprämie von 5,0% zugrunde (als im Schnittbereich der Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW vor 2012 und der angepassten neueren Empfehlung liegend). Auch das LG Dortmund ist der Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 in einer Entscheidung, die den Bewertungsstichtag 23. Mai 2013 betrifft, nicht gefolgt und hat im entschiedenen Fall eine Marktrisikoprämie von 4,5% angesetzt (LG Dortmund, Beschluss vom 04. November 2015 – 18 O 52/13 (AktE) –, Rn. 63, juris). Das OLG München betont mittlerweile die auf den jeweiligen Bewertungsstichtag bezogene Einzelfallbetrachtung und gibt die Tendenz der Oberlandesgerichte Frankfurt und Düsseldorf zur Akzeptanz der empfohlenen 5,5% nach Steuern zu erkennen (OLG München, Beschluss vom 20. März 2019 – 31 Wx 185/17 Rn. 55).

ee. Kritikpunkte der Antragstellerin Ziff. 1

Die Antragstellerin Ziff. 1 thematisiert u.a. die Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie, ein von Großfeld in einem Spruchverfahren für das LG Hannover erstattetes Gutachten, der zu dem Ergebnis komme, dass nach Steuern nur eine Risikoprämie von 3,25% oder 4,0% gerechtfertigt sei, sowie kritische Ausführungen zur FAUB-Empfehlung von Wollny (Bl. 36 ff., 41, 48, 54 d.A.). Hierzu ist auszuführen:

Das hier auszugsweise in Kopie vorgelegte Gutachten betrifft einen Bewertungsstichtag im Jahr 2009, ihm wird von Gerichten schon aus diesem Grunde die Aussagekraft für spätere Bewertungsstichtage abgesprochen (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21. Februar 2019 – 26 W 5/18 (AktE) –, Rn. 65, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Dezember 2017 – I-26 W 8/15 (AktE) –, Rn. 56, juris; wohl auch OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12a W 2/15 –, Rn. 68, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 66, juris).

hat bei der Anhörung am 19. Juli 2019 überzeugend darauf hingewiesen, dass am Bewertungsstichtag ganz andere Rahmenbedingungen herrschten als 2009 (anderer Basiszinssatz, noch keine ständige Niedrigzinsphase, Weiterentwicklung in der Betriebswirtschaftslehre hin zur Methodenpluralität), was gegen die Übertragbarkeit der Ausführungen im „Großfeld-Gutachten“ von 2009 und für die fehlende „Ausstrahlungswirkung“ spreche (Bl. 689 d.A.).

Im Übrigen hebt Prof. Großfeld selbst hervor, dass die Feststellung der Überrendite nach Steuern von Aktien gegenüber quasi risikolosen festverzinslichen Wertpapieren u.a. auch von der angenommenen Haltedauer abhängt. Er legt eine dreijährige Anlagedauer zugrunde, obwohl – wie er selbst betont – exakte Untersuchungen zu diesem Punkt noch nicht vorliegen

und insbesondere keine empirischen Erkenntnisse zur durchschnittlichen Anlagedauer für den deutschen Kapitalmarkt vorliegen (Großfeld-GA Seite 38 ff.; zur fehlenden Eindeutigkeit vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 66, juris). Seine Ausführungen aus juristischer Perspektive zur Begründung eines Anlagezeitraums von drei bis fünf Jahren erscheinen auch aus der im vorliegenden Verfahren geäußerten Sicht von wenig fundiert und widersprüchlich (vgl. Großfeld-GA Seite 34; dazu Bl. 689 d.A.). Prof. Großfeld habe keine eigenen Analysen gemacht, was die Vergleichbarkeit und Übertragbarkeit seiner Ausführungen einschränke (Bl. 689 d.A.). Es entsteht der Eindruck, dass Großfeld in dem hier auszugsweise vorgelegten Gutachten an die Stelle durchaus vertretbarer, wenn auch teilweise in der Betriebswirtschaftslehre umstrittener Prämissen zu den aus seiner Sicht für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aus historischen Renditen relevanten Parametern andere setzt, die ebenso gut vertretbar sein mögen.

Prof. Großfeld führt selbst aus, dass in Niedrigzinsphasen eine „leicht erhöhte Marktrisikoprämie“ begründet werden könne (Großfeld-GA Seite 45). Inwieweit die Finanzkrise zu einer weiteren Änderung der allgemeinen Risikotoleranz der Anleger geführt habe, sei „derzeit noch nicht abzusehen“ (Großfeld-GA Seite 48). Im Ergebnis schätzt auch Großfeld in dem Gutachten auf Basis der „Stehle-Daten“ bis 2003 unter Einbeziehung der Abgeltungsteuer und des gestiegenen Risikobewusstseins der Anleger („Finanzkrise“) das Spektrum der Marktrisikoprämie nach Steuern auf 5,0 bis 6,0% (Großfeld-GA Seite 49). Das entspricht dem vom FAUB empfohlenen Spektrum. Lediglich bei modifizierten Anlagezeiträumen von 3 bis 5 Jahren und aufgrund der nicht überzeugend begründeten These, die von Stehle ermittelten Ausgangswerte der Marktrisikoprämie seien überhöht, gelangt er zu einer auf 4,0% nach Steuern reduzierten Marktrisikoprämie (Großfeld-GA Seite 50).

Wegen notwendiger Festlegung streitiger Prämissen (etwa: Gewichtung, Gesamtbetrachtungszeitraum, Berücksichtigung geänderter steuerlicher Rahmenbedingungen) und wegen des in der Betriebswirtschaftslehre fehlenden Konsenses über die Ermittlung der Marktrisikoprämie (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12a W 2/15 –, Rn. 68, juris) ergäbe die Einholung eines Gerichtsgutachtens zur Ermittlung der durchschnittlichen Anlagedauer wiederum kein eindeutiges Ergebnis, und eine solche Studie wäre zudem auf eine reine Vergangenheitsbetrachtung fokussiert, während es bei der Marktrisikoprämie um die zukunftsorientierte Schätzung eines Bewertungsparameters geht.

ff. Einschätzung der Marktrisikoprämie durch die Kammer für den vorliegenden Fall

Nachdem die 31. und die 42. Kammer für Handelssachen dies wie dargelegt bereits in anderen Verfahren für Bewertungsstichtage zwischen November 2012 und Juli 2016 so entschieden haben, bleibt die 31. Kammer für Handelssachen auch für den hier relevanten Bewertungsstichtag nach nochmaliger kritischer Prüfung dabei, dass noch auf den Mittelwert der

Empfehlung des FAUB zurückgegriffen werden kann. Auf die bereits im Beschluss der Kammer vom 17. September 2018 genannten Argumente wird verwiesen (LG Stuttgart, Beschluss vom 17. September 2018 - 31 O 1/15 KfH SpruchG -, Rn. 476 ff., juris).

Die von der Bewertungsgutachterin im vorliegenden Fall zugrunde gelegte und von der sachverständigen Prüferin gebilligte Marktrisikoprämie von 5,5% liegt in der Mitte der seit 19. September 2012 vom FAUB empfohlenen Bandbreite. Nach der Rechtsprechung des OLG Stuttgart kann grundsätzlich als anerkannt und gebräuchlich angesehen werden, „was vom IDW in dem Standard IDW S 1 sowie in sonstigen Verlautbarungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) vertreten wird“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 50, juris). Die richterliche Schätzung der Marktrisikoprämie muss nicht zwingend auf einzelne oder mehrere empirische Studien gestützt werden, sondern kann durchaus auch auf einer anerkannten Expertenauffassung in Gestalt einer Empfehlung des IDW beruhen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 380, juris). Eine Marktrisikoprämie, die sich an die für den Bewertungsstichtag maßgeblichen Empfehlungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. bzw. dessen Fachausschusses für Unternehmensbewertung orientiert, kann auch nach Auffassung des OLG Frankfurt „im Regelfall“ als Bestandteil einer tragfähigen Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswertes herangezogen werden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Leitsatz 2 zit. nach juris).

Zwar sind die Vorgaben des IDW S 1 und die sonstigen Verlautbarungen des IDW (wie etwa die Empfehlungen des FAUB) keine Rechtssätze. Ihnen fehlt die normative Verbindlichkeit. Zum einen fehlen dem IDW als privater Institution Rechtssetzungsbefugnisse, zum anderen handelt es sich bei Verlautbarungen zu Einzelparametern der Unternehmensbewertung um allgemeine Erfahrungssätze, die auf Grund fachlicher Erfahrungen gebildet werden und somit vor allem auch einem dynamischen Prozess unterliegen. Das OLG Stuttgart hebt jedoch hervor, dass die Verlautbarungen des IDW trotz aller dagegen im Allgemeinen oder in Einzelfragen vorgebrachten Kritik von dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt sind und bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet werden. Sie leisten einen erheblichen Beitrag dazu, die Gleichmäßigkeit und Kontinuität der Unternehmensbewertung im Rahmen der fundamentalanalytischen Bewertungsmethoden zu sichern, was zugleich zur Kontinuität der Rechtsprechung führt, soweit diese Methoden zur Schätzung des Unternehmenswertes in Spruchverfahren herangezogen werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 144, juris). Die in der Betriebswirtschaftslehre bislang uneinheitliche Beurteilung und der Umstand, dass die Bewertungspraxis den Empfehlungen des FAUB als sachverständigem Gremium des IDW regelmäßig folgt, sprechen dafür, die Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 bis auf Weiteres als angemessen anzusehen (vgl. Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 744).

Der Kammer ist bewusst, dass die Bestimmung der Marktrisikoprämie seit Jahren Gegenstand einer bislang nicht abgeschlossenen intensiven Auseinandersetzung innerhalb der Wirtschaftswissenschaft ist, und dass schon die vor 2009 dazu angefertigten diversen Studien ein vielfältiges Bild ergeben. Dieses diffuse Bild ergibt sich zwangsläufig aus unterschiedlichen Ansätzen etwa bei der herangezogenen Datenbasis, beim Betrachtungszeitraum, der unterstellten Haltedauer, des maßgeblichen Referenzindex und der Art der Durchschnittsbildung entweder durch das arithmetische, das geometrische Mittel der Renditen oder einen Durchschnitt von beiden (vgl. die einem Sachverständigengutachten entnommene tabellarische Übersicht in einer Entscheidung des OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. April 2012 - 12 W 57/10, Seite 39, Abdruck im Verfahren 31 O 50/15 KfH SpruchG als Anl. AG 7 vorgelegt).

In der Bewertungsliteratur wird auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung 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.). Dem scheinen andere Stimmen zu widersprechen (vgl. hier der Hinweis der Antragstellerin Ziff. 1 Bl. 56 d.A. auf Bassemir/Gebhardt/Ruffing, WPg 2012, 882ff., 884). Die – wirtschaftswissenschaftlich nicht unumstrittene – Annahme einer konstanten Gesamtrenditeforderung, oder jedenfalls die Vorstellung, die Gesamtrenditeforderung verharre ungeachtet der Basiszinsentwicklung in einem gewissen Korridor, sind jedoch nur methodische Überlegungen und bilden einen modellhaften Erklärungsansatz zur Begründung einer am Markt im Niedrigzinsumfeld beobachtbaren erhöhten Marktrisikoprämie.

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller zwingt deshalb nicht jede (geringfügige) Änderung des Basiszinssatzes zugleich zu einer Anpassung der Marktrisikoprämie. Die Kammer schließt sich insoweit den Ausführungen von \_\_\_\_\_ an (Bl. 690 d.A.). Das kann sich insbesondere bei einem Ende der anhaltenden Niedrigzinsphase ändern.

Als ein empirisch belegtes Indiz für die Richtigkeit der These, ein extrem niedriges Basiszinsniveau korreliere jedenfalls mit einer gestiegenen Marktrisikoprämie, könnte die Parallelentwicklung deutscher Aktienindizes und gesunkener Anleihenrenditen in der zweiten Jahreshälfte 2011 gewertet werden (vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram, WPg 2013, 71, grafisch aufgezeigt am Beispiel des CDAX und der Rendite 10jähriger Bundesanleihen). Unterstellt man, dass nach der damaligen Markterwartung die Staatsschuldenkrise keine unmittelbaren negativen Auswirkungen auf Unternehmensgewinne hatte, so führte das Absinken der Aktienkurse automatisch zu höheren Renditechancen, und eine spätere Realisierung von durch die Staatsschuldenkrise nicht beeinflussten hohen Unternehmensgewinnen müsste automatisch zu einer im Vergleich zu früheren Zeiten tatsächlich höheren Aktienrendite führen.

Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willmershausen (WPg 2013, 948 ff., 950 ff.) berichten über tiefgreifende Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie Untersuchungen der Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen vor der Empfehlung des FAUB vom September 2012 zur Absicherung der Grundannahme im Zeitablauf veränderlicher, seinerzeit gestiegener Marktrisikoprämien. Sie verweisen darauf, dass sich aus der Untersuchung der Höhe und Entwicklung von Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) erste Hinweise dafür ergäben, dass nicht von einer gesunkenen Gesamtrenditeerwartung auszugehen sei, sondern dass mit dem extrem niedrigen derzeitigen Basiszinssatz eine im Vergleich zu den letzten Jahren höhere Marktrisikoprämie verbunden sei. Bei rückläufigen Renditeerwartungen müssten die KGV ceteris paribus steigen. Tatsächlich sei ein zum Sinken des risikofreien Zinssatzes in den letzten Jahren gleichgerichtetes Ansteigen des Niveaus des KGV nicht zu beobachten.

Die Autoren schildern weiter, dass eine Ex-post-Analyse zur Entwicklung realer Aktienrenditen bei längerfristiger Anlageperiode von 20 bzw. 30 Jahren eine im Zeitverlauf flache oder allenfalls leicht steigende Entwicklung ergeben habe (grafisch dargestellt für die Realrendite auf 30 Jahre für den Zeitraum 1950 bis 1990); es gebe keine Hinweise auf eine langfristig gesunkene Realrendite. Die Durchschnittsrendite auf Basis von 57 Einjahresrenditepunkten belaufe sich auf 8,90%. Im Umkehrschluss sei daher bei gegebenen niedrigen Basiszinssätzen von einer zumindest leicht gestiegenen Marktrisikoprämie auszugehen (Wagner et al., WPg 2013, 954).

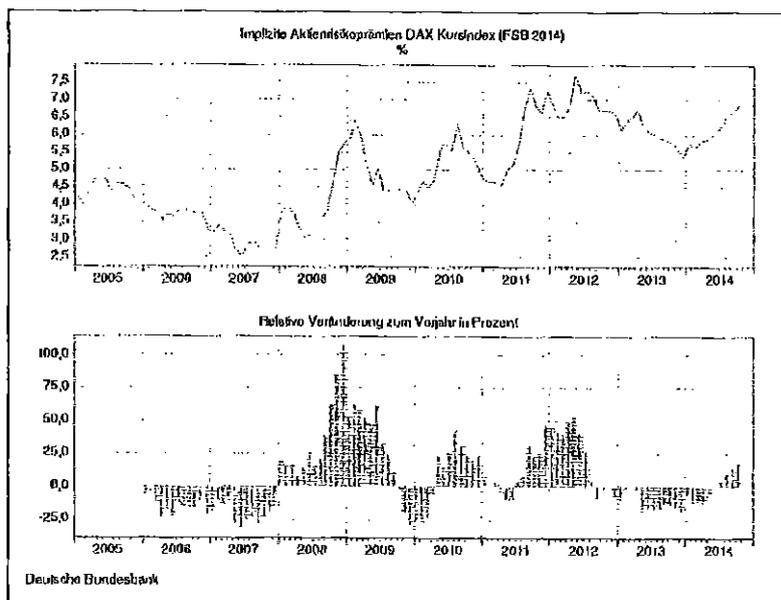
Wagner et al. stellen weiter die Möglichkeit der Schätzung sog. impliziter Kapitalkosten auf der Basis einer Inversion gängiger Unternehmensbewertungsmodelle dar. Dabei werde ausgehend von der aktuellen Marktkapitalisierung und den von Finanzanalysten für die folgenden Jahre prognostizierten, in die Preisbildung am Kapitalmarkt eingeflossenen Ergebnis- bzw. Dividendenschätzungen ein Eigenkapitalkostensatz in Form eines internen Zinssatzkalküls retrograd ermittelt. Die Untersuchung habe u.a. gezeigt, dass das aktuelle implizite KGV deutlich unterhalb des Vorkrisenniveaus liege. Auch das spreche dafür, dass die Marktteilnehmer die Gesamtheit der Unternehmen aufgrund einer erhöhten Renditeerwartung oder -forderung systematisch niedriger bewerten als noch vor der Krise (Wagner et al., WPg 2013, 957).

Im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom April 2016 wird auf fast kontinuierliche Kursgewinne bei Aktien beiderseits des Atlantiks zwischen Mitte 2012 und Mitte 2015 und auf den Kurseinbruch in der zweiten Jahreshälfte 2015 sowie „seither ausgeprägten Schwankungen des Kursniveaus“ und eine seitdem erhöhte implizite Volatilität hingewiesen. Letztere ist ein Indikator für die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung. Die zurückliegende Phase erhöhter Schwankungen an den internationalen Aktienmärkten werfe aus geld- und finanzstabilitätspolitischer Sicht die Frage nach dem angemessenen Bewertungsniveau auf. Die Deutsche Bundesbank hat festgestellt, dass die impliziten Eigenkapitalkosten und die Aktienrisikoprämie bezogen auf den DAX sich seit 2014

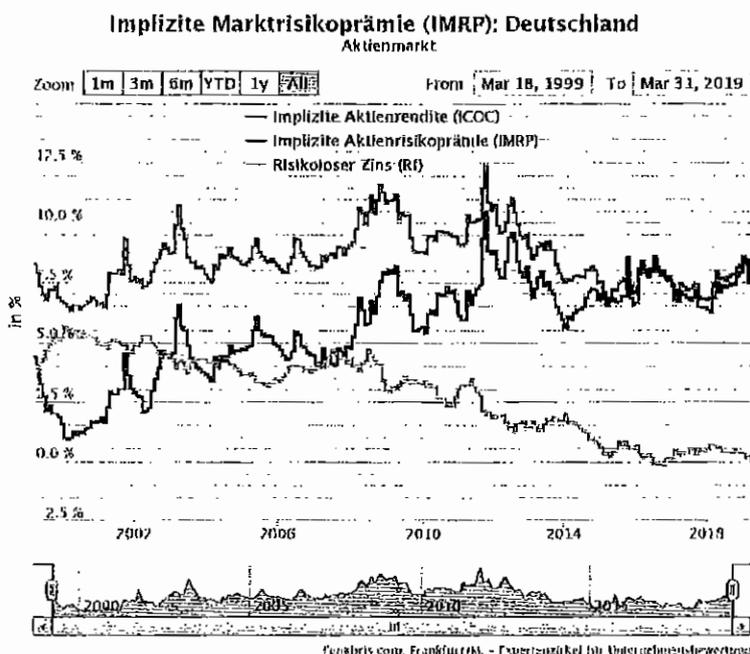
kontinuierlich angenähert hätten und dass sich bei gleichzeitigem Zinsrückgang die Aktienrisikoprämie mit 7,5% „fast 2 Prozentpunkte oberhalb ihres Zehnjahresmittels“ bewege (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, Seite 16, 22 a.a.O.). Hierauf berufen sich auch Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner (Wpg 2018, 806 ff., 820).

Zumindest ab Mitte 2009 wurde eine deutliche Erhöhung der tatsächlichen Aktienrendite (KGV-Kehrwerte) gegenüber den „Vorkrisenjahren“ 2005 bis 2007 bei zugleich absinkendem Basiszinsniveau festgestellt (grafisch veranschaulicht durch Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 814).

Die Deutsche Bundesbank hat in einer öffentlich zugänglichen und gerichtsbekanntem Grafik folgende Entwicklung der impliziten Aktienrisikoprämien (Differenz zwischen einer marktimpliziten Rendite und der Rendite von Staatsanleihen) bezogen auf den DAX-Kursindex dargestellt, die erkennen lässt, dass die Risikoprämie jedenfalls seit Mitte 2011 signifikant höher ist als in den Jahren 2005 bis 2009 (<https://www.bundesbank.de> unter „Statistiken“, „Zeitreihen-Datenbanken“, Zeitreihe BBQFS.M.DE.CORP.IMP\_RSK\_DAX.\_X.0000):



Folgende ebenfalls öffentlich zugängliche und gerichtsbekanntem Grafik (Quelle: <http://www.marktrisikoprämie.de/de.html>) zeigt eine seit etwa 2008 feststellbare, bis heute (2019) anhaltend über 5,5% liegende Implizite Aktienrisikoprämie mit einem „Einpandeln“ um Werte zwischen 7,0% und 7,5% in den Jahren 2012 bis 2019, mithin auf einem deutlich höheren Niveau als noch zwischen 2000 und 2008:



Das entspricht dem oberen Rand des vom FAUB empfohlenen Vorsteuerspektrums.

Auch der österreichische „Fachsenat für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer“ empfiehlt seit 2012, eine Marktrisikoprämie vor Steuern von 5,5% bis 7,0% anzusetzen (vgl. Bertl, Wpg 2018, 805). Das entspricht exakt der Empfehlung des FAUB bezogen auf die Vorsteuerbandbreite (vgl. Wollny, a.a.O. Seite 572).

Soweit die Antragstellerin Ziff. 1 auf Probleme bei der Überleitung der „Vorsteuerbandbreite“ der Empfehlung des FAUB in eine „Nachsteuerbandbreite“ thematisiert und u.a. auf die Entscheidung des OLG München vom 20. März 2019 (31 Wx 185/17 Ziff. 54) verweist, ist es gerade nicht zwingend, vom Mittelwert des genannten Vorsteuerspektrums auszugehen. Auch das OLG München geht in Bezug auf die aktuelle Empfehlung des FAUB ausdrücklich nicht von einer „rechnerisch falschen und völlig unplausiblen Empfehlung“ aus. Das Gericht gibt zudem zu erkennen, dass es von einer zunehmenden Tendenz in der obergerichtlichen Rechtsprechung zur Akzeptanz des Mittelwerts der Bandbreitenempfehlung des FAUB für den Nachsteuerwert ausgeht (OLG München, Beschluss vom 20. März 2019 – 31 Wx 185/17 –, Rn. 53, 55 juris). Aus den bei Knoll (DB 2018, 1933 ff., 1935) abgedruckten Tabellen ergibt sich bei einer Marktrisikoprämie vor Steuern von 7,0% und bei einem Basiszins von 1,00% ein Nachsteuerwert der Marktrisikoprämie von über 5,50%, ganz gleich, ob man nun mit einer Ausschüttungsquote von 40%, 50% oder 60% rechnet

Für den Bereich der Marktrisikoprämie gibt es keinen absolut „richtigen, einzig zutreffenden“ Wert, der empirisch genau festgelegt und einer „endgültigen Gewissheit“ zugeführt werden könnte. Die Festlegung der Marktrisikoprämie bleibt eine Schätzung (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11 –, Rn. 69, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom

25. Mai 2016 – I-26 W 2/15 (AktE) –, Rn. 63, juris). Die nach dem Tax-CAPM geschätzte Marktrisikoprämie als Bestandteil einer Formel zur Bestimmung eines Risikozuschlags ist ebenso wie dessen denkbare Bestimmung nach der Risikozuschlagsmethode (dazu LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 136, juris) einem subjektiven Bewertungsermessen zugänglich. Eine von subjektiven Ermessenserwägungen des Bewertungsgutachters getragene, noch dazu einer Empfehlung des FAUB entsprechende Festlegung kann nicht von vornherein als nicht plausibel oder unvertretbar dargestellt werden.

Nachdem sich die hier verwendete Marktrisikoprämie in einer angemessenen Bandbreite vertretbarer Schätzwerte bewegt, und in dem Bewusstsein, dass sich die aktuelle Empfehlung des FAUB weiterhin einer kritischen Prüfung unterziehen muss, sieht die Kammer aus vorgenannten Gründen von einer hier nicht erforderlichen und auch nicht leistbaren weiter vertieften Erörterung aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht ab.

Aufgrund der Anerkennung der Empfehlungen des IDW als anerkannte Expertenauffassung und aufgrund der anzulegenden Prüfungsmaßstäbe bedarf es nicht der Einholung eines von einigen Antragstellern beantragten Sachverständigengutachtens zur Höhe der Marktrisikoprämie, auch wenn die Kammer keinen Zweifel hat, dass ein solches Gutachten bei guter Begründung zu einem ebenso gut vertretbaren (möglicherweise höheren, möglicherweise niedrigeren) Wert führen könnte.

Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von **5,50%** nach Steuern ist im Ergebnis nicht zu beanstanden.

#### 5. Betafaktor

Die Bewertungsgutachterin hat bei der Bewertung der Gruschwitz Textilwerke AG einen zukünftigen unverschuldeten Betafaktor von **0,80** angesetzt (BewGA Seite 65 Ziff. 227).

Der Betafaktor ist – vereinfacht gesagt - ein Gradmesser, der angibt, wie stark die Aktie im Vergleich zum Markt schwankt, wie sich das Risiko des bewerteten Unternehmens zum Marktrisiko bzw. die Rendite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens im Vergleich zum Marktportfolio verhält. Er dient der Berücksichtigung der abweichenden Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Rn. 81, juris). Er zeigt einen linearen Zusammenhang zwischen der erwarteten Rendite einer risikobehafteten Investition und der erwarteten Rendite des Markt-Portfolios auf. Der unternehmensindividuelle Betafaktor ergibt sich als Kovarianz zwischen den Aktienrenditen des zu bewertenden Unternehmens oder vergleichbarer Unternehmen und der Rendite eines Aktienindex, dividiert durch die Varianz der Renditen des Aktienindex (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 120, 121).

### a. Allgemeine Überlegungen

Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein unter Berücksichtigung der unternehmensspezifischen Risikostruktur durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert. Gleichwohl werden zur Ermittlung des Betafaktors börsennotierter Gesellschaften Kapitalmarktdaten verwendet. Grundlage für die Schätzung können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenige einer Peer Group oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 200, juris; Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 135, juris).

Die Prognoseeignung von Betafaktoren ist im jeweiligen Einzelfall zu würdigen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 121). Es ist in der Bewertungspraxis üblich, ihre Aussagekraft anhand der Liquidität des Aktienhandels, des sogenannten Bestimmtheitsmaßes ( $R^2$ ) und des sogenannten t-Tests zu überprüfen (vgl. LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 130, juris; Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung 6. Aufl. 2015, Seite 532). Es gibt freilich durchaus Stimmen, die auf die begrenzte Aussagekraft derartiger Tests hinweisen bzw. die diese als alleinige Filterkriterien für ungeeignet halten und die zusätzlich (oder stattdessen) eine Analyse der Liquidität der betrachteten Titel durchführen oder prüfen wollen, ob sich entsprechende Ergebnisse durch andere Einflussfaktoren erklären lassen (vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl. Seite 175 ff., 177, 180 f.; Wollny, a.a.O. Seite 642 ff., 647; Peemöller, Praxishandbuch a.a.O. Seite 535; Schulte/Franken, WPg 2010, Heft 22, 1115 ff.).

Ob ein aussagekräftiger unternehmenseigener Betafaktor stets Vorrang vor einem mithilfe einer Peer Group ermittelten Betafaktor hat, und unter welchen Voraussetzungen von einer hinreichenden Aussagekraft des unternehmenseigenen Betafaktors ausgegangen werden kann, ist bislang wissenschaftlich nicht geklärt und wird nicht einheitlich beurteilt.

Das OLG Frankfurt spricht sich für den grundsätzlichen Vorrang eines aussagekräftigen unternehmenseigenen Betafaktors aus. In einem entschiedenen Fall beanstandete es nicht, dass die Vorinstanz den Markt als nicht ausreichend liquide angesehen hatte angesichts eines Bid-Ask-Spread von 2,37 %, eines durchschnittlichen Handelsvolumens von 6.283 Aktien, eines durchschnittlichen Handelsumsatzes von 113.244 EUR und mehrerer Kurssprünge von deutlich über 5 %. Auf die Kriterien, nach denen die Aussagekraft des Börsenkurses beurteilt wird, wenn es darum geht, ob der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs der letzten drei Monate die „Untergrenze“ der Abfindung bildet, komme es (sinngemäß) nicht an, wenn es um die Aussagekraft des unternehmenseigenen Betafaktors gehe. Entscheidend sei hier, ob die beobachtbaren Kursschwankungen der Vergangenheit das systematische Risiko der Gesellschaft adäquat abbilden (OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –,

Rn. 69, 70, juris). In einer anderen Entscheidung stellte das OLG Frankfurt auf das Bestimmtheitsmaß  $R^2$  ab. Jedenfalls Bestimmtheitsmaße bis 0,01 seien zu niedrig, um auf den gemessenen eigenen Betafaktor der Gesellschaft als geeignete Größe für die Schätzung des individuellen Unternehmensrisikos abstellen zu können (OLG Frankfurt, Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12 –, Rn. 88, juris).

Das LG München I stellt zur Beurteilung des Liquiditätskriteriums insbesondere auf die Entwicklung der relativen Bid-Ask-Spreads, das Handelsvolumen, die Handelsquote (Quotient aus Zahl der gehandelten Aktien und Streubesitz) und die Frage ab, inwiefern der Aktienkurs etwa in erster Linie von einem Übernahmeangebot geprägt ist und folglich nicht mehr hinreichend das eigene Risiko der Gesellschaft widerspiegeln. Im entschiedenen Fall, in dem der unternehmenseigene Betafaktor aus verschiedenen Gründen nicht herangezogen wurde, lag der Spread im Durchschnitt bei 1,38% (LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 133, juris). Das OLG Düsseldorf zitiert aus einem Sachverständigengutachten, wonach „auf Basis derzeitiger Erkenntnisse“ bei Bid-Ask Spreads von größer 1,25 % und einem Handelsumsatz von bis zu 115.000 EUR regelmäßig nicht mehr von hinreichender Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren ausgegangen werden könne (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. März 2014 – I-26 W 16/13 (AktE) –, Rn. 7, juris).

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird teilweise vertreten, bei der Bewertung eines einzelnen Unternehmens nach dem Tax-CAPM müsse zwingend auf den Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens abgestellt werden bzw. die gängigen statistischen Filterkriterien lieferten keine tragfähige Begründung, auf eine Peer Group auszuweichen (Ehrhardt/Nowak, AG Sonderheft 2005, 3 ff., 6, 8; Knoll, Wpg 2010 Heft 22, 1106 ff.; hierzu aber wiederum Schulte/Franken, Wpg 2010, 1115 ff.).

Das OLG Stuttgart hat ausgeführt, dass der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Kapitalmarktdaten liege, dass diese aber „nicht zwingend den eigenen Kursen der Aktien des Bewertungsobjekts entnommen werden“ müssten. Entgegen einer in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur vertretenen Auffassung sei nicht davon auszugehen, dass geringe Betafaktoren typische Folge der faktischen Beherrschung eines Unternehmens sind. Gegen diesen Zusammenhang spreche trotz empirischer Studien schon die in diesen Fällen „wegen des geringen Handelsvolumens typischerweise fehlende Aussagekraft der Kursdaten“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 214, juris).

#### b. Ermittlung des Betafaktors anhand Peer Group sachgerecht

Dass im vorliegenden Fall auf einen anhand einer Peer Group geschätzten Betafaktor zurückgegriffen wurde, ist nicht zu beanstanden. Einer abschließenden richterlichen Festlegung des wirtschaftswissenschaftlich umstrittenen Katalogs von Kriterien, nach denen die

Aussagekraft unternehmenseigener Betafaktoren beurteilt werden kann, bedarf es weder generell noch für den vorliegenden Einzelfall. Denn im vorliegenden Fall musste die Heranziehung des „eigenen“ Betafaktors nach allen Kriterien ausscheiden:

Die Bewertungsgutachterin hat bezogen auf die Entwicklung des Börsenkurses der Aktie der Gesellschaft im Vergleich zu derjenigen des CDAX sowohl den t-Test durchgeführt als auch das Bestimmtheitsmaß  $R^2$  ermittelt und zusätzlich Liquiditätskennzahlen herangezogen, um die Prognoseeignung von historischen unternehmenseigenen Betafaktoren zu würdigen. Im Ergebnis konnte sie für keinen Betrachtungszeitraum (sie nennt Zweijahres- und Fünfjahresscheiben) einen signifikanten Raw-Beta-Faktor ermitteln, und ausreichend Handelsliquidität war ebenfalls nicht festzustellen. Mangels Eignung der historischen Betafaktoren der Gruschwitz Textilwerke AG hat sie auf Betafaktoren einer Peer Group zurückgegriffen (BewGA Seite 59 Ziff. 208 ff.). Die sachverständige Prüferin hat diese Analyse nicht nur überprüft, sondern bei eigenen Analysen festgestellt, dass es nicht einmal rückblickend für die letzten 10 Jahre statistisch aussagekräftige Werte zum eigenen Betafaktor der Gesellschaft gab. Daher hat sie die methodische Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, auf Betafaktoren einer Peer Group zurückzugreifen, bestätigt (PB Seite 57).

Dem Anliegen der Antragsteller Ziff. 42 und 43, die ermittelten Werte zum Bestimmtheitsmaß  $R^2$ , den t-Wert und Werte zum Bid-Ask-Spread anzugeben (Bl. 311 d.A.), wurde bei der Anhörung der sachverständigen Prüfer nachgegangen. Die Problematik liegt jedoch darin, dass man für eine repräsentative Berechnung nach Auffassung der sachverständigen Prüfer 60 Datenpunkte mit möglichst gleichem Abstand bräuchte, hier jedoch nur an vier Tagen überhaupt Handel stattgefunden hat (Bl. 690 d.A.).

Die Analyse der Handelsliquidität hat eine durchschnittliche relative Geld-Brief-Spanne der Aktien im fünfjährigen Zeitraum vor der Ankündigung der Maßnahme von 4,98% (Mittelwert) ergeben, und die am 01. Dezember 2011 gemessene maximale relative Geld-Brief-Spanne lag sogar bei 115,65%. Die durchschnittliche Handelsquote für die Aktien lag bei lediglich 0,01% (BewGA Seite 60 Ziff. 213 ff.; vgl. auch Bl. 510 d.A.). Im Zeitraum vom 30. Juli 2015 bis 29. Oktober 2015, einen Tag vor Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out“, waren an sämtlichen deutschen Börsenplätzen lediglich an vier von 66 Börsentagen Umsätze zu verzeichnen, und es wurden insgesamt nur 48 Aktien (rund 0,5% des Streubesitzes) mit einem Handelsumsatz von insgesamt 4.276 EUR gehandelt (Übertragungsbericht 38 f.).

Es kann dahingestellt bleiben, ob gegen die Heranziehung „historischer“ eigener Betafaktoren der Gruschwitz-Aktie aus länger zurückreichenden Zeiträumen zusätzlich spricht, dass die Gesellschaft in jüngster Vergangenheit mehrere Großkunden verloren hatte und ihr

Geschäftsmodell daraufhin anpassen musste, was eine veränderte (d.h. höhere) Einschätzung des unternehmensspezifischen Risikos rechtfertigen dürfte.

Die äußerst geringe Handelsliquidität und die Ergebnisse der statistischen Tests sprechen gegen die etwa vom Antragsteller Ziff. 27 für erforderlich gehaltene Heranziehung des unternehmenseigenen Betafaktors im Dreimonatszeitraum vor dem Hauptversammlungsbeschluss von 0,53 (Bl. 237 d.A.). Einige Antragsteller meinen, dass das alleinige Abstellen auf eine Peer Group hier nicht sachgerecht sei und dass das originäre Beta der Gesellschaft „zumindest teilweise“ hätte berücksichtigt werden müssen (so etwa Antragsteller Ziff. 10 bis 13, Bl. 121, 122 d.A.; Ziff. 28, Bl. 251 d.A.; Ziff. 29, Bl. 266 d.A.). Nicht nachvollziehbar ist bei dieser Kritik jedoch, welche Betafaktoren für welche Zeiträume entgegen den (oben referierten) Ausführungen des Bewertungsgutachters und der sachverständigen Prüferin für statistisch aussagekräftig gehalten werden und aus welchen Gründen. Die Heranziehung statistisch nicht aussagekräftiger Werte aus Handelsdaten der Gruschwitz-Aktie bei zu geringer Liquidität wäre – auch partiell – nicht sachgerecht gewesen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 211, juris).

#### c. Angemessenheit der Schätzung des Betafaktors anhand der Peer Group

aa. Bei der Ermittlung von Betafaktoren von Peer Group-Unternehmen ergab sich, wie im Bewertungsgutachten offengelegt, die Schwierigkeit, dass die direkten Wettbewerber der Gesellschaft nicht börsennotiert sind und daher für eine kapitalmarktorientierte Herleitung eines Risikozuschlags nicht in Betracht kamen (BewGA Seite 61 Ziff. 220; vgl. auch Bl. 691 f.). Die Bewertungsgutachterin hat anhand von fünf allesamt im Ausland ansässigen Unternehmen, deren Produktportfolio (zumindest teilweise) mit demjenigen der Gesellschaft vergleichbar ist, und bei Anwendung lokaler Indizes auf Basis wöchentlicher Renditen für den zweijährigen Betrachtungszeitraum wie auch auf Basis monatlicher Renditen für einen fünfjährigen Betrachtungszeitraum Betafaktoren als Mittelwert von 0,9 und auf Basis wöchentlicher Renditen bei einem dreijährigem Betrachtungszeitraum einen durchschnittlichen Betafaktor von 0,8 ermittelt (BewGA Seite 64). Für die Gruschwitz Textilwerke AG hat sie einen zukünftigen Betafaktor (unverschuldet) von 0,8 angesetzt (BewGA Seite 65 Ziff. 227).

Die sachverständige Prüferin hat die methodische Vorgehensweise auch in Bezug auf die Heranziehung lokaler Indizes als Vergleich als sachgerecht und üblich bezeichnet (PB Seite 58). Sie hat selbst ausgehend von einer „alternativen Peer Group“ mit ebenfalls ausschließlich im Ausland ansässigen Unternehmen auf Basis monatlicher Renditen und einem Fünfjahreszeitraum einen Mittelwert von 0,80 und einen Median von 0,83 errechnet und eine Bandbreite von 0,7 bis 0,9 zur Abbildung des Geschäftsrisikos der Gesellschaft angegeben, in der sich wiederum der bei der Bewertung angesetzte Betafaktor von 0,8 bewegt (PB Seite 59).

Einige Antragsteller beanstanden die Auswahl der Peer Group-Unternehmen sinngemäß als „manipulativ“ und bezweifeln die Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen, etwa in Bezug auf die Unternehmensgröße oder die Branchenzugehörigkeit (so etwa Antragstellerin Ziff. 1, Bl. 57 d.A.; Ziff. 7, Bl. 88 f. d.A.; Ziff. 8, Bl. 98). Die Antragstellerin Ziff. 9 macht pauschale „Bedenken“ gegen die Vergleichbarkeit der herangezogenen Peer Group-Unternehmen geltend (Bl. 110 d.A.). Das pauschale Bestreiten der Vergleichbarkeit „mit Nichtwissen“ führt im Spruchverfahren nicht zum Erfolg (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 217, juris). Die Peer Group wird nur gebildet, um anhand von Durchschnittsbetrafaktoren anderer Unternehmen einen dem unternehmensspezifischen Risiko des Bewertungsobjekts entsprechenden Betafaktor zu ermitteln. Eine absolute Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen in allen Punkten ist deshalb weder erforderlich noch erreichbar (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 216, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21. Februar 2019 – 26 W 5/18 (AktE) –, Rn. 67, juris).

Mehrere Antragsteller meinen, die börsennotierte Hoftex AG (früher Textilwerke Hof AG) sei im gleichen Marktsegment tätig und hinsichtlich der Umsatzgrößenordnung besser vergleichbar; diese Gesellschaft müsse zwingend in die Peer Group aufgenommen werden (so etwa Antragsteller Ziff. 7, Bl. 89 d.A.; Ziff. 10 bis 13, Bl. 123 d.A.; Ziff. 14, Bl. 134 d.A.). Allerdings wurde die Hoftex Group AG, die zunächst als Vergleichsunternehmen identifiziert wurde, wegen unzureichender Handelsliquidität (dazu Bl. 514, 517 d.A.) zu Recht nicht in die Peer Group aufgenommen, wie von bei der Anhörung bestätigt (Bl. 692 d.A.).

Die Bildung einer Peer Group mit ausländischen Unternehmen ist in der Rechtsprechung grundsätzlich anerkannt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2012 – 20 W 6/09 –, Rn. 179, juris m.w.N.; LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 159, juris) und hier auch gerechtfertigt, sowohl wegen der Verflechtung der Kapital- und Aktienmärkte als auch wegen der nicht auf Deutschland beschränkten Geschäftstätigkeit der Gesellschaft. Wenn es wie hier an inländischen Unternehmen vergleichbarer Risikostruktur mit aussagekräftigen Betafaktoren fehlt, und wenn mangels sonstiger verfügbarer Marktdaten für die Schätzung des Betafaktors ausschließlich auf ausländische Peer Group-Unternehmen mit aussagekräftigen Betafaktoren zurückgegriffen werden kann, dann ist das im Rahmen einer Schätzung des Unternehmenswertes nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Anwendung des Tax-CAPM hinzunehmen, sofern die herangezogenen Peer Group-Unternehmen – wie im Bewertungsgutachten dargestellt – zumindest in Bezug auf ihre Geschäftstätigkeit und die Absatzmärkte (wenngleich nicht in jedem Einzelfall auch regional) – eine gewisse Vergleichbarkeit aufweisen. Diese Vorgehensweise führt zur Überzeugung der Kammer jedenfalls nicht zu schlechteren oder für die Minderheitsaktionären ungünstigeren Ergebnissen als eine (weniger transparente) „freie“ richterliche Schätzung etwa anhand von Erfahrungswerten.

Dass sich trotz unterschiedlicher Zusammensetzung der von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin jeweils zusammengestellten Peer Group (Überschneidungen gab es nur bezüglich drei der fünf Unternehmen) annähernd derselbe Wert von rund 0,8 ergibt, spricht für die Qualität der Schätzung.

bb. Mehrere Antragsteller sind der Auffassung, anstelle des mithilfe der Peer Group ermittelten Betafaktors müsse auf von ihnen nicht bezifferte „Branchenbetas der jeweiligen Geschäftsbereiche“ abgestellt werden (so Antragsteller Ziff. 22, Bl. 184 d.A.; Ziff. 23, Bl. 196 d.A.; Ziff. 25, Bl. 221 d.A.; Ziff. 26, Bl. 230 d.A.; Ziff. 37, Bl. 284 d.A.). In ein Branchen-Beta fließen aber regelmäßig viele Unternehmen ein, die mit dem Bewertungsobjekt nicht, jedenfalls kaum oder noch weniger als die Peer Group vergleichbar sind (vgl. LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 162, juris), weshalb Branchenbetas von Wirtschaftswissenschaftlern und in der Bewertungspraxis häufig als ungenauer und weniger geeignet angesehen werden (Großfeld, NZG 2009, 1204 ff., 1208: „wohl nur grobe Annäherung“) als ein anhand einer „gefilterten“ Peer Group ermittelter Betafaktor. Die Kammer schließt sich diesbezüglich dem bei der Anhörung geäußerten Votum von  
an (Bl. 692 d.A.).

cc. In die Ertragswertberechnung sind, wie aus dem Bewertungsgutachten ersichtlich, anhand des jeweiligen Verschuldungsgrades angepasste „verschuldete Betafaktoren“ eingeflossen, wobei die Höhe der Verschuldung für jedes Planjahr einschließlich der „ewigen Rente“ offengelegt wurde (BewGA Seite 67). Die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 (Bl. 158 d.A.) beanstanden die diesbezügliche Darstellung als nicht nachvollziehbar. Sie greifen indes selbst schriftsätzlich die im Bewertungsgutachten genannten Verschuldungsgrade auf und behaupten, es gebe „starke Unterschiede“ (Bl. 165 d.A.), obwohl es sich tatsächlich nur um Schwankungen zwischen 34,3% (Planjahr 2020) und 27,80% („ewige Rente“) handelt. Auch andere Antragsteller stellen die beim „Relevern“ getroffenen Annahmen zum Verschuldungsgrad in Abrede (vgl. Antragsteller Ziff. 38 und 39, Bl. 292 d.A.). Der jeweilige Verschuldungsgrad wurde jedoch, wie  
für die sachverständige Prüferin bei der Anhörung bestätigt hat, beim „Relevern“ berücksichtigt (Bl. 692 d.A.). Das gilt auch für die Berechnungen, die im Verfahren zuletzt für den Fall vorgenommen wurden, dass auf einen Ansatz persönlicher Einkommensteuer auf thesaurierungsbedingte Kursgewinne verzichtet wird (Bl. 707 d.A.).

## 6. Wachstumsabschlag

Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung nach dem Tax-CAPM vereinfachend über den Barwert einer „ewigen Rente“ erfasst. Für den Bereich der „ewigen Rente“ hat die Bewertungsgutachterin vom Kapitalisierungszins nach Steuern einen

Wachstumsabschlag von 0,75% abgezogen (BewGA Seite 66 ff.). Die sachverständige Prüferin hat bestätigt, dass dieser Wert „innerhalb einer angemessenen Bandbreite“ liege (PB Seite 60).

Nahezu alle Antragsteller halten den Wachstumsabschlag für zu gering. Viele sprechen sich für eine Orientierung (mindestens) an der langfristig erwarteten Inflationsrate aus. Dazu ist folgendes zu sagen:

Der Wachstumsabschlag dient insbesondere dazu, im Falle einer Nominalplanung die durch die Inflation bedingten Steigerungen der Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in der Phase der „ewigen Rente“ abzubilden. Das bedeutet jedoch nicht, dass der Wachstumsabschlag notwendig der erwarteten Inflationsrate entsprechen müsste. Stattdessen richtet sich der Wachstumsabschlag danach, ob das Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite (z.B. Materialkosten und Personalkosten) durch entsprechende eigene Preissteigerungen an seine Kunden weiter zu geben. Trifft dies zu oder kann das Unternehmen sogar die Kostensteigerungen übertreffende Preiserhöhungen durchsetzen, ist der Wachstumsabschlag in Höhe der nachhaltig erwarteten Kostensteigerungen oder sogar darüber anzusetzen. Ist das Unternehmen nicht oder nicht vollständig in der Lage, nachhaltig erwartete Kostensteigerungen durch Preiserhöhungen auf seine Kunden abzuwälzen, ist der Wachstumsabschlag unterhalb der nachhaltig erwarteten Kostensteigerungen zu verorten. Entscheidend für die Festlegung des Wachstumsabschlags ist nicht die Prognose für den Detailplanungszeitraum, sondern für die Phase der „ewigen Rente“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Rn. 189 ff., 192; vgl. Wollny, a.a.O. Seite 659 ff.). Ein Wachstumsabschlag ist insbesondere dann nicht zu beanstanden, wenn er entsprechend sachlich begründet ist und/oder innerhalb der in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten Bandbreite liegt (zu Letzterem vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdBGesR a.a.O. § 34 Rn. 152).

Wie oben ausgeführt, wurde für das Wachstum der Gesamtleistung schon in der Grobplanungsphase ab 2024 von einer jährlichen Erhöhung um 0,75% ausgegangen. Dasselbe gilt für das jährliche Wachstum in der „ewigen Rente“ (BewGA Seite 46 Ziff. 157, 158). Der Ansatz eines Wachstumsabschlags bei der Berechnung des Kapitalisierungszinssatzes für die „ewige Rente“ in gleicher Höhe steht damit im Einklang und liegt zudem innerhalb der in der Bewertungspraxis im relevanten Zeitraum üblichen Bandbreite (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 2/13 –, Rn. 78: Wachstumsabschlag von 1,0%; OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 98: Wachstumsabschlag von 0,5%).

Soweit die Antragstellerin Ziff. 1 (ohne Einschränkung) behauptet, im Bewertungsgutachten sei ausgeführt, dass die Gesellschaft aufgrund marktführender Stellung in der Lage sei, Preissteigerungen an die Kunden weiterzugeben (Bl. 60 d.A.), beruht dieser Vortrag auf einem

fehlerhaften Zitat. Im Bewertungsgutachten ist davon die Rede, dass man erwarte, dass Preissteigerungen „teilweise“ weitergegeben werden können (BewGA Seite 66 Ziff. 234).

Entgegen der von manchen Antragstellern vertretenen Einschätzung (etwa: Antragsteller Ziff. 1, Bl. 61 d.A.; Ziff. 10 bis 13, Bl. 123 d.A.; Ziff. 15 bis 21, Bl. 171 d.A.; zuletzt Antragsteller Ziff. 42 im Schriftsatz vom 08. August 2019) führt ein unter der Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag nicht auf Dauer zu einem Schrumpfen und vollständigen Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt. Dieser Ansatz lässt die Auswirkungen zwischen Wachstum, Thesaurierung, Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung außer Betracht. Gerade die Folgen der Thesaurierung müssen in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen (vgl. LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 168, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 158, juris). Selbst ein Wachstumsabschlag von nur 0,5 % repräsentiert keine sinkenden, sondern nachhaltig steigende Erträge (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 101, juris m.w.N.). Bezogen auf den vorliegenden Fall, hat für die sachverständige Prüferin die Zusammenhänge hier noch einmal bestätigt (Bl. 692 d.A.).

Die angesetzte Wachstumsrate beruht, wie überzeugend ausgeführt hat, auf einer Schätzung, weil sie sich nicht berechnen lässt (Bl. 693 d.A.). Die in die Schätzung eingeflossenen Überlegungen sind im Prüfungsbericht dargestellt (PB Seite 59 f.) und bei der Anhörung erläutert worden (Bl. 693 d.A.).

#### 7. Gesamtergebnis

Die bei der Ertragswertberechnung zugrunde gelegten Parameter des Kapitalisierungszinssatzes sind aus Sicht der Kammer angemessen.

#### IV. Ableitung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens

Ausgehend von den im Bewertungsgutachten veranschlagten entziehbaren Überschüssen und von den vorstehend erörterten Parametern zum Kapitalisierungszins ergibt sich zum 31. Mai 2016 ein Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens von 13.800 TEUR, wie im Bewertungsgutachten aufgeschlüsselt (BewGA Seite 68). Dieser Barwert erhöht sich nach den von der sachverständigen Prüferin bestätigten Berechnungen auf 14.018 TEUR (umgerechnet rund 1,30 EUR pro Aktie), wenn man die bei der Bewertung vorgenommene Kursgewinnbesteuerung im „Terminal Value“ auf die inflationsbedingte Wertsteigerung werterhöhend neutralisiert (Bl. 666-4, 688 d.A.). Ob diese Erhöhung geboten ist, kann vorliegend dahingestellt bleiben, weil sie im Ergebnis nicht zu einer höheren Abfindung führt. Auf die Erörterung unter C. II. 6.c. und sogleich unter IX. wird Bezug genommen.

## V. Bewertung von Sonderwerten und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Der Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens erhöht sich um Sonderwerte von 370 TEUR, wie im Bewertungsgutachten veranschlagt. Weitere von den Antragstellern in den Raum gestellte Sonderwerte sind nicht hinzuzurechnen.

### 1. Addition des Werts eines hinzuerworbenen Grundstücks

Die Gesellschaft hat wenige Monate vor dem Bewertungsstichtag am freien Markt, nach Angaben der Antragsgegnerin von außenstehenden Dritten" (Bl. 528 d.A.), aufgrund Kaufvertrages vom 17. Dezember 2015 im Februar 2016 ein Grundstück erworben, das auf der dem bestehenden Betriebsgrundstück gegenüberliegenden Straßenseite liegt und das als potentielle Erweiterungsfläche dienen könnte, ohne dass es hierzu am Bewertungsstichtag bereits eine konkrete Verwendungsabsicht der Gesellschaft gegeben hätte. Die Bewertungsgutachterin hat es als nicht betriebsnotwendiges und gesondert zu bewertendes Vermögen eingeordnet und zu dem anschaffungsbedingt aktivierungsfähigen Betrag von 370.000 EUR (Bl. 527 d.A.) bei der Ermittlung des Unternehmenswerts berücksichtigt (BewGA Seite 70 ff.). Die sachverständige Prüferin hat die Vorgehensweise als sachgerecht bezeichnet (PB Seite 61).

Die Einholung eines vom Antragsteller Ziff. 29 (Bl. 267 d.A.) geforderten Wertgutachtens oder die von ihm geforderte Überprüfung des am freien Markt bezahlten Kaufpreises anhand (regelmäßig veralteter) Bodenrichtwerte ist wegen der zeitlichen Nähe zum technischen Bewertungsstichtag 31. Dezember 2015 und der vorgenannten Umstände der Transaktion nicht erforderlich. Die Frage des Antragstellers zur Identität des Verkäufers lässt keine Bewertungsrelevanz erkennen (vgl. Bl. 693 f. d.A.). Künftige Wertzuwächse bei dem Grundstück waren entgegen der Auffassung des Antragstellers nicht zu berücksichtigen, weil der Marktwert des Grundstücks (sogar zuzüglich Erwerbsnebenkosten) berücksichtigt worden ist, worauf für die sachverständige Prüferin bei der Anhörung noch einmal hingewiesen hat (Bl. 694 d.A.).

Soweit die Antragsteller Ziff. 42 und 43 in den Antragschriften sowohl einen Immobilienerwerb „in der Umgebung des Stammwerks“ als auch einen „im Siechenhausweg“ thematisiert (Bl. 313 d.A.), handelt es sich offensichtlich um ein – durch die Antragsrweiterung geklärtes – Missverständnis: Die hinzuerworbenen Grundstücke befinden sich am Siechenhausweg 3 an der Memminger Straße 85 (Bl. 527 d.A.). An letztgenannter Straße liegt auch das Stammwerk.

### 2. Vortrag zu stillen Reserven

Soweit die Antragsteller Ziff. 15 bis 21 (Bl. 157 f. d.A.) behaupten, vorhandene stille Reserven seien „nicht ausreichend beschrieben und berücksichtigt“ worden, benennen sie keine konkreten

Vermögensgegenstände, bei denen stille Reserven vorhanden sein sollen. In diesem Punkt genügt der Vortrag nicht den Anforderungen, die § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG an eine hinreichend konkretisierte Bewertungsrüge stellt. Schon deshalb ist ihm hier nicht weiter nachzugehen (vgl. schon oben II. 6. a.). Sofern sich die Rüge der Antragsteller auf betriebsnotwendiges Vermögen beziehen sollte, kommt eine Erhöhung des Unternehmenswerts wegen etwaiger darin enthaltener stiller Reserven ohnehin nicht in Betracht, denn deren Aufdeckung stünde im Widerspruch zur Fortführungsprämisse bei der Ertragswertberechnung (wie hier LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 170, juris). Soweit sie sich auf das als Sondervermögen behandelte Grundstück beziehen sollte, können am Bewertungsstichtag noch keine stillen Reserven vorhanden gewesen sein, weil es zeitnah zum Stichtag erst erworben und mit dem Kaufpreis zuzüglich Anschaffungsnebenkosten berücksichtigt wurde.

### 3. Vortrag zur Marke „Gruschwitz“

Vereinzelt thematisieren Antragsteller den immateriellen Wert der Marke „Gruschwitz“ (so etwa die Antragsteller Ziff. 24, Bl. 209 d.A.; Ziff. 27, Bl. 240 d.A.). Die Marke dient aber 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 (wie hier LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 169, juris m.w.N.).

### 4. Gewerbe- und körperschaftsteuerliche Verlustvorträge als Sonderwerte?

Einer Klärung der vom Antragsteller Ziff. 28 (Bl. 248 d.A.) gestellten Frage zum aktuellen Sachstand bezüglich der Nutzung gewerbesteuerlicher und körperschaftsteuerlicher Verlustvorträge bedarf es nicht. Denn die Frage ist nicht entscheidungserheblich. Obwohl die zum 31. Dezember 2014 bestehenden gewerbesteuerlichen und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträgen auf Ebene der Gruschwitz AG ohne weitere Schritte (nämlich der Begründung einer Organschaft) nicht für die Tochtergesellschaft nutzbar waren, und obwohl es keine Anhaltspunkte für entsprechende Pläne zur Begründung einer Organschaft gibt, wurde zugunsten der abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre eine Nutzbarkeit der Verlustvorträge beginnend mit der Grobplanungsphase unterstellt (vgl. BewGA Seite 11 Tz. 37; Seite 49; Seite 53 Rz. 177). Über den niedrigen Anteil der Unternehmenssteuern am geplanten Ergebnis der Jahre 2019 und 2020 (BewGA Seite 52 Tz. 172) und die dementsprechend höheren Jahresergebnisse und entziehbaren Überschüsse sind die Verlustvorträge in den Barwert eingeflossen und haben sich somit werterhöhend ausgewirkt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Februar 2000 – 4 W 15/98, Rn. 61; Wollny, a.a.O. Seite 392). Bei der Bewertung wurde also zugunsten der Aktionäre die steuermindernde Nutzung der Verlustvorträge unterstellt und werterhöhend berücksichtigt (Bl. 694 d.A.). Die zusätzliche

Ermittlung und Berücksichtigung eines Sonderwerts für diesen Sachverhalt würde zur Doppelberücksichtigung führen und wäre nicht angemessen.

#### VI. Berechnung des anteiligen Unternehmenswerts

Unter Abzug der Kursgewinnsteuer auf den Wertbeitrag aus inflationsbedingtem Wachstum ergäbe sich bei einem Unternehmenswert von 14.170 TEUR (13.800 TEUR + 370 TEUR) und bei 168.000 Aktien ein anteiliger, nach der Ertragswertmethode berechneter Wert von **84,35 EUR** (BewGA Seite 70; Bl. 666-3 d.A.). Würde man den Abzug korrigieren (vgl. oben C. II. 6.c., IV.), ergäbe sich ein anteiliger Wert von **85,64 EUR** (Bl. 666-4 d.A.). Beide Werte liegen **unter dem** von der Antragsgegnerin festgelegten Abfindungsbetrag von **89,08 EUR**.

#### VII. Börsenkurs

Eine Erhöhung der durch Hauptversammlungsbeschluss festgelegten Abfindung kommt im vorliegenden Fall auch unter Berücksichtigung der Börsenkursentwicklung der Gruschwitz-Aktie nicht in Betracht. Denn der Börsenkurs wurde – überobligatorisch – bei der Festlegung des Abfindungsbetrages berücksichtigt, und eine fiktive Erhöhung dieses Börsenkurses war vorliegend nicht angezeigt (dazu unten 1.). Die von mehreren Antragstellern angesprochene Börsenkursentwicklung nach Bekanntwerden der geplanten Strukturmaßnahme ist für die Entscheidung unerheblich (dazu unten 2.).

##### 1. Überobligatorische Berücksichtigung des Börsenkurses

Die Antragsgegnerin hat sich offensichtlich entschieden, über den durch Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren gefundenen anteiligen Wert hinausgehend eine am umsatzgewichteten durchschnittlichen Börsenkurs der letzten drei Monate vor Bekanntmachung der geplanten Strukturmaßnahme orientierte Abfindung von **89,08 EUR** anzubieten und im Mehrheitsbeschluss festzulegen.

Für die vorliegende Entscheidung, also das positive Angemessenheitsurteil, ist der Börsenkurs daher nur von Bedeutung, soweit es um die von einigen Antragstellern thematisierte Frage geht, ob wegen des Zeitablaufs zwischen Bekanntmachung der geplanten Strukturmaßnahme (hier: **30. Oktober 2015**) und Bewertungsstichtag (**31. Mai 2016**) nach den Grundsätzen der BGH-Entscheidung vom 19. Juli 2010 zum Fall „Stollwerck“ eine Anpassung (sprich: „Hochrechnung“) des durchschnittlichen Börsenkurses vorgenommen oder der umsatzgewichtete Durchschnittskurs des relevanten Dreimonatszeitraums „aufgezinst“ werden muss. Hintergrund dieses „Hochrechnung“ ist, dass bei einer Bewertung anhand von Börsenkursen auf den umsatzgewichteten Durchschnittskurs in einem Dreimonatszeitraum vor Bekanntwerden der geplanten Strukturmaßnahme abgestellt wird („Referenzzeitraum“), weil die Kurse im Anschluss an die Bekanntgabe häufig von Abfindungsspekulationen und durch den bekanntgegebenen

Abfindungsbetrag geprägt sind. Durch die „Hochrechnung“ sollen die Minderheitsaktionäre davor geschützt werden, dass der mit dem Zeitpunkt der Bekanntgabe ermittelte Börsenwert zugunsten des Hauptaktionärs fixiert wird, ohne dass die angekündigte Maßnahme umgesetzt wird, und dass sie von einer positiven Börsenentwicklung ausgeschlossen werden. Die Hochrechnung kann der BGH-Entscheidung zufolge „entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung“ erfolgen. Eine solche Hochrechnung ist aber nur dann geboten, „wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als dem Ende des Referenzzeitraums und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstreicht und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt“ (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 29).

Der von einigen Antragstellern und vom gemeinsamen Vertreter geforderten „Hochrechnung“, Anpassung bzw. „Aufzinsung“ des umsatzgewichteten Durchschnittskurses (der für den Zeitraum vom 30. Juli 2015 bis 29. Oktober 2015 mit 89,08 EUR errechnet wurde), bedarf es im vorliegenden Fall aus mehreren Gründen nicht.

#### a. Fehlen aussagekräftiger Börsenkurse

Die Kammer hat bereits in mehreren anderen Verfahren (31 O 136/15 KfH SpruchG, Beschluss vom 03. April 2018 – in juris veröffentlicht; 31 O 25/13 KfH SpruchG, Beschluss vom 08. Mai 2019) ausführlich begründet, dass zur Prüfung und Wahl der Bewertungsmethodik auch die tatrichterliche Beurteilung gehört, ob eine allein am Börsenkurs orientierte Abfindung im zu entscheidenden Einzelfall angemessen ist (vgl. dazu BGH Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14 Rn. 33), und dass das auszuübende Schätzungsermessens nach § 287 Abs. 2 ZPO auch die Freiheit umfasst, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 138 ff., 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 67; OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35 ff., 52 ff.; im Grundsatz auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12 –, juris Rn. 24, einschränkend jedoch bei nicht aussagekräftigem, weil im entschiedenen Fall durch öffentliche Angebote verzerrtem Börsenkurs). Existiert ein aussagekräftiger umsatzgewichteter Durchschnittskurs für den Referenzzeitraum, so kann dieser in der Regel als der im Spruchverfahren gesuchte Verkehrswert der Aktie angesehen werden.

Entscheidende Voraussetzung für eine ausschließlich kapitalmarktorientierte Bewertung der Aktien zur Beurteilung der Angemessenheit der angebotenen Abfindung bleibt dabei aber die Aussagekraft der zur Ermittlung des umsatzgewichteten Durchschnittskurses herangezogenen Börsenkurse.

Selbst wenn man von der Gegenauffassung ausgehend den umsatzgewichteten Durchschnittskurs während des Dreimonatszeitraums vor Bekanntwerden der Strukturmaßnahme nur als Mindestbetrag der Abfindung, als „Untergrenze“ der angemessenen Abfindung versteht (vgl. LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11, juris Rn. 183 ff., 189), kann das nur gelten, wenn sich im relevanten Referenzzeitraum ein aussagekräftiger durchschnittlicher Börsenkurs feststellen lässt.

Eine Unterschreitung des Börsenkurses ist sowohl aus verfassungsrechtlicher als auch aus einfachgesetzlicher Perspektive erlaubt, wenn „der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert entspricht, etwa weil längere Zeit praktisch überhaupt kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat“ (so das BVerfG), oder wenn „aufgrund einer Marktengde der einzelne außenstehende Aktionär nicht in der Lage ist, seine Aktien zum Börsenpreis zu veräußern oder der Börsenpreis manipuliert worden ist“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, BVerfGE 100, 289-313, Rn. 67 – 68 und Leitzatz 3d; BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, Rn. 20, juris). In all diesen Fällen fehlt es an der Aussagekraft der Börsenkurse.

Stellt jedoch ein umsatzgewichteter durchschnittlicher Börsenkurs, der sich rechnerisch selbst aus einer geringen Zahl oder aus „kursmanipulativen“ Transaktionen ermitteln lässt, wegen fehlender Aussagekraft weder eine „Untergrenze“ des Abfindungsbetrages im Sinne der früher verbreiteten Interpretation der einschlägigen BVerfG- und BGH-Entscheidungen noch eine tragfähige Größe für eine rein kapitalmarktorientierte Bewertung der Aktien dar, dann ist bereits eine gleichwohl aus Vorsicht erfolgte Orientierung am Börsenkurs bei niedrigerem Ertragswert im Falle eines „Squeeze Out“ für das positive Angemessenheitsurteil irrelevant, weil auch ein etwaig zu hoher Betrag angemessen im Sinne des Gesetzes bleibt und eine Korrektur nach unten im Spruchverfahren in diesem Fall ausgeschlossen ist. Einer weitergehenden Anpassung des überobligatorisch angebotenen Betrages mit Blick auf eine fiktive Weiterentwicklung des (objektiv nicht bewertungsrelevanten) Börsenkurses im Sinne einer „Hochrechnung“ nach den Ausführungen in der „Stollwerck“-Entscheidung des BGH ist bei fehlender Aussagekraft der Börsenkurse weder verfassungsrechtlich geboten noch einfachgesetzlich gefordert – ganz gleich, wie lang der Zeitraum zwischen Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme und Bewertungsstichtag ist.

Nun hat das BVerfG ausgeführt, dass selbst ein geringer Streubesitz von nur 5% (im entschiedenen Fall ging es um eine Eingliederung nach § 320 AktG; im Falle eines aktienrechtlichen Squeeze Out befinden sich schon wegen der gesetzlichen Voraussetzungen regelmäßig höchstens 5% in Streubesitz, vgl. §§ 327a ff. AktG) nicht von der Pflicht zur Berücksichtigung von Börsenkursen bei der Bewertung entbinde, *obwohl* es sich um eine „Marktengde“ handele. Zwar sei ungewiss, ob der Minderheitsaktionär seine Aktien tatsächlich

zum Börsenkurs hätte verkaufen können. Auch in diesem Fall fehle dem Börsenkurs aber „nicht jede Eignung zur Feststellung des Werts der Unternehmensbeteiligung, solange die Aktien an der Börse gehandelt werden“. Bei „praktisch überhaupt keinem Handel“ über „längere Zeit“ entspreche der Börsenkurs aber nicht dem Verkehrswert (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, BVerfGE 100, 289-313, Rn. 67). Großfeld hingegen vertritt offenkundig ein anderes Verständnis vom Begriff „Marktenge“. Allein der Umstand, dass sich 95% der Aktien in der Hand des Hauptaktionärs befinden, begründe *keine* Marktenge, denn sonst käme der Börsenkurs nie zum Tragen (Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 2016, Rz. 1261).

Entscheidend für die Beurteilung der Aussagekraft von Börsenkursen bleibt auch in Squeeze Out-Fällen der Blick auf den Einzelfall, die Höhe des Streubesitzes allein determiniert noch nicht das Ergebnis. Für den verschmelzungsrechtlichen Squeeze Out, wie er hier vorliegt und für den nach § 62 Abs. 1 UmwG ein Aktienbesitz des Mehrheitsaktionärs von mindestens 90% genügt, gilt im Grundsatz nichts anderes.

Es liegt nahe, zur Prüfung der erforderlichen Aussagekraft von Börsenkursen die Kriterien von § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO als Wertung des Gesetz- bzw. Verordnungsgebers entsprechend anzuwenden. Danach gilt bei freiwilligen öffentlichen Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten nach §§ 10 Abs. 1, 35 WpÜG: Sind für die Aktien der Zielgesellschaft während der letzten drei Monate vor dem Stichtag „an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt worden“ und weichen mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander ab, so hat die Höhe der Gegenleistung dem anhand einer Bewertung der Zielgesellschaft ermittelten Wert des Unternehmens zu entsprechen. Für das „echte“ Delisting hat der Gesetzgeber die Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO inzwischen in § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG übernommen, wobei er einen Referenzzeitraum von 6 Monaten festgelegt hat.

Die genannten Kriterien können grundsätzlich auch im Spruchverfahren herangezogen werden, wenn es um die Maßgeblichkeit von Börsenkursen bei der Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung wegen einer Strukturmaßnahme geht (LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 185, juris; Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG – C. III. 3.b; vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Rn. 53; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 39 f.).

Zwar müssen für eine Marktliquidität im Sinne des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO die genannten Kriterien kumulativ erfüllt sein. Im vorliegenden Fall liegt nur die erstgenannte Voraussetzung eines geringen Börsenhandels vor. Es fehlt an Kurssprüngen von über 5%, wie im Bewertungsgutachten dargestellt (BewGA Seite 84 Ziff. 288 ff.). Auch im Falle einer unmittelbaren Anwendung des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO, also in Übernahmefällen, wird aber vertreten, dass eine Einzelfallbetrachtung vorgenommen werden müsse und neben der

Häufigkeit und Intensität der Kurssprünge auch die Zahl der Tage zu berücksichtigen sei, an denen überhaupt Kurse festgestellt wurden (Wackerbarth, in MüKo AktG, 4. Aufl. 2017, WpÜG § 31 Rn. 49). Nach im Schrifttum allerdings umstrittener Auffassung enthält § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO keine abschließende Regelung, sondern lässt Ausnahmen von der Orientierung am Börsenkurs und Vorerwerbspreisen in Übernahmefällen zu, wenn diese „evident nicht den tatsächlichen Beteiligungswert abbilden“ (Noack, in Schwark/Zimmer/Noack, 4. Aufl. 2010, WpÜG § 31 Rn. 41 f.).

Deutlich wird das Problem einer ausschließlich auf die entsprechende Anwendung der Vorschrift im Spruchverfahren konzentrierten Prüfung zur Beurteilung der Aussagekraft von Börsenkursen insbesondere, wenn man sich eine Konstellation vorstellt, bei der im dreimonatigen Referenzzeitraum nur an einem einzigen Tag eine einzige Börsentransaktion geringen Umfangs erfolgte. Die Feststellung mehrerer hintereinander folgender Kurssprünge von über 5% ist in einer solchen Konstellation ausgeschlossen, gleichwohl erscheint mindestens fraglich, ob man in einer solchen Konstellation noch von einem für das Spruchverfahren „repräsentativen“ Börsenkurs sprechen kann.

Bei der Schätzung des im Rahmen des Ertragswertverfahrens relevanten Betafaktors stellt man nicht nur auf statistische Gütekriterien für das Bestimmtheitsmaß oder den t-Test ab, sondern bezieht Kriterien wie etwa das Handelsvolumen oder den Bid-Ask-Spread mit ein (vgl. dazu oben; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 133, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. März 2014 – I-26 W 16/13 (AktE) –, Rn. 7, juris). Die letztgenannten Liquiditätskriterien sollten auch bei der Analyse der Aussagekraft von Börsenkursen aus Sicht der Kammer eine wichtige Rolle spielen.

Im Rahmen der vorliegenden Entscheidung bedarf es nicht der Aufstellung eines abstrakten Kriterienkatalogs, denn die vorstehenden Überlegungen rechtfertigen jedenfalls, trotz Einheit der Rechtsordnung im Spruchverfahren bei der Analyse der Aussagekraft von Börsenkursen nicht allein auf § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO (und auf das Fehlen von Kursmanipulationen etc.) abzustellen, sondern jedenfalls auch das absolute Handelsvolumen im Referenzzeitraum mit der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien und ggf. dem Streubesitz zu vergleichen – wie von der Kammer kürzlich auch in einem anderen Spruchverfahren geschehen (LG Stuttgart, Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG C. III. 3.b; wie hier OLG Hamburg, Beschluss vom 07. Januar 2013 – 13 W 2/12, Rn. 25: keine Erhöhung auf den durchschnittlichen Börsenkurs bei einem Handelsvolumen von nur 0,022%; in dieser Richtung auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06 –, Rn. 54, juris: keine Relevanz bei Handel von unter 2 % des Free-Float bzw. nicht einmal 0,1 % der gesamten ausstehenden Aktien an weniger als einem Drittel aller Handelstage und stark schwankenden Kursen; für die Relevanz der absoluten Zahl tatsächlich gehandelter Aktien und gegen eine entscheidende Bedeutung der relativen Zahl

allerdings Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 2016, Rz. 1265; a.A. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 22. Juni 2015 – 12a W 5/15 –, Rn. 37, juris, wonach ein Handel an lediglich 15 Tagen des Referenzzeitraums ausreiche, um anzunehmen, dass die Minderheitsaktionäre die Möglichkeit hatten, eine Deinvestitionsentscheidung an der Börse umzusetzen und dabei einen realistischen Gegenwert zu erzielen; zu weiteren Entscheidungen vgl. Adolff/Häller in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 2019, Börsenkurs und Unternehmensbewertung, Rn. 18.82 ff.).

Im vorliegenden Fall wurde die Aktie im Referenzzeitraum an sämtlichen deutschen Börsenplätzen lediglich an vier von 66 Börsentagen bei einem Gesamtumsatz von nur 48 Aktien mit einem Wert von insgesamt 4.276 EUR gehandelt (vgl. Übertragungsbericht Seite 39). Das entspricht nur rund 0,5% des Streubesitzes und rund 0,0286% der ausgegebenen Aktien. Diese Zahlen bedeuten, dass praktisch keinerlei Börsenhandel in Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat. Ergänzend wird auf die obigen Ausführungen zur wegen geringer Liquidität fehlenden Aussagekraft auch der unternehmenseigenen Betafaktoren verwiesen. Im vorliegenden Einzelfall gelangt die Kammer daher zu der Wertung, dass die Börsenkurse der Aktie im Referenzzeitraum nicht hinreichend aussagekräftig sind, um die Angemessenheitsprüfung prägen zu können. Der geringe Handel gewährleistet nicht, dass eine hypothetische „freie Deinvestitionsentscheidung“ eines Minderheitsaktionärs im Referenzzeitraum oder am Bewertungsstichtag hätte umgesetzt werden können; es spricht hier sogar mehr gegen die Umsatzbarkeit.

Der ermittelte umsatzgewichtete Durchschnittskurs im dreimonatigen Referenzzeitraum war hier nach alledem weder als (alternative) Schätzbasis (anstelle des mittels Ertragswertverfahrens gewonnenen Ergebnisses) noch als „Mindestbetrag“ der Abfindung zwingend zu beachten. Wenn er bei der Abfindungsbemessung von der Hauptaktionärin gleichwohl als Richtschnur genommen wurde, so ist dies freilich nicht zu beanstanden, wie bereits ausgeführt.

#### b. Fehlendes Verstreichen eines „längeren Zeitraums“

Im erwähnten „Stollwerck“-Beschluss hat der BGH das Verstreichen eines Zeitraums von 7 ½ Monaten zwischen Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme und Bewertungsstichtag als „längeren Zeitraum“ bezeichnet, der Anlass zur Anpassung der am Börsenkurs orientierten Abfindung an die Entwicklung der „allgemeinen oder branchentypischen Aktienkurse“ in diesem Zeitraum sei (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 30). Im Schrifttum wird allerdings angedeutet, der in der BGH-Entscheidung genannte Zeitraum könne durch die ursprüngliche, bei Abfassen der Entscheidung bestehende Fehlvorstellung beeinflusst sein, der Zeitraum im entschiedenen Fall habe 9 Monate betragen, und der Zeitraum sei durch Berichtigungsbeschluss später lediglich angepasst worden (Stephan in: Schmidt,

K./Lutter, AktG, 3. Aufl. 2015, § 305 AktG, Rn. 105 bei Fn. 227; Goette, in DStR 2010, 2587; OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014 – 1 W 18/13 –, Rn. 40, juris).

Zeiträume von unter 7 ½ Monaten werden jedenfalls überwiegend als „nicht längerer Zeitraum“ verstanden, führen also nicht zum Anpassungsbedarf (OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 91, juris; OLG Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014 – 1 W 18/13 –, Rn. 41; Stephan in: Schmidt, K./Lutter, AktG, 3. Aufl. 2015, § 305 AktG, Rn. 105 m.w.N.; a.A. LG Frankfurt, Beschluss vom 04. Februar 2019 – 3-05 O 68/17 –, juris bei einem Zeitraum von 7 Monaten und 8 Tagen: Anpassungsbedarf bejaht). Die Kammer schließt sich der Auffassung an, dass jedenfalls bei einem Zeitraum unter 7 ½ Monaten kein Anpassungsbedarf besteht, denn „nach dem Fristenregime des Aktienrechts kann ein kürzerer Zeitraum als sechs Monate schwer erreicht werden“ (Goette, DStR 2010, 2587), um die Hauptversammlung einschließlich Bewertungsgutachten und dessen Prüfung durch den während des Zeitraums zu bestellenden Prüfer mit der erforderlichen Sorgfalt vorzubereiten. Ein Vorbereitungszeitraum von bis zu 7 ½ Monaten indiziert jedenfalls nicht die Absicht des Mehrheitsaktionärs, den Abfindungsbetrag willkürlich anhand eines „veralteten“ Börsenkurses zu „zementieren“ und die Minderheitsaktionäre von der allgemeinen Marktentwicklung praktisch abzukoppeln, zumal sie auch nach der Ankündigung der Strukturmaßnahme bei – hier nicht gegebener – hinreichender Handelsliquidität am Kapitalmarkt zu veräußern und dabei einen Übererlös zu erzielen.

Der vorliegend verstrichene Zeitraum von exakt 7 Monaten und einem Tag würde selbst bei – hier nicht gegebener – Aussagekraft des Börsenkurses im Referenzzeitraum keine Anpassung nach der Formulierung im „Stollwerck“-Beschluss des BGH verlangen.

#### c. Marktentwicklung rechtfertigt keine Erhöhung

Es kann dahingestellt bleiben, ob sich eine – hier nicht gebotene – etwaige Anpassung des umsatzgewichteten Durchschnittskurses für den Referenzzeitraum an der Entwicklung des DAX, des CDAX oder der Börsenkurse der für den Betafaktor herangezogenen Peer Group-Unternehmen von der Ankündigung der Strukturmaßnahme bis zum Bewertungsstichtag orientieren müsste oder ob ein Mittelwert aus CDAX-Entwicklung und Entwicklung der Peer Group zu bilden wäre (für die Mittelwertbildung LG Frankfurt, Beschluss vom 04. Februar 2019 – 3-05 O 68/17 –, juris). Denn zwischen dem 29. Oktober und dem 31. Mai 2016 sank der DAX um 5,0%, der CDAX um 3,9%, der Durchschnitt der von der Bewertungsgutachterin gebildeten Peer Group um 1,9% und derjenige der von der sachverständigen Prüferin gebildeten Peer Group sogar um 12,3% (Antragserwiderung Seite 32, Bl. 433 d.A.). Eine Erhöhung des umsatzgewichteten Durchschnittskurses von 89,08 EUR war also unter keinen Umständen geboten.

Die von einzelnen Antragstellern gewünschte „Aufzinsung“ des umsatzgewichteten Durchschnittskurses kommt nicht in Betracht. Denn der BGH stellt, wie bereits ausgeführt, bei der in Einzelfällen gebotenen Anpassung nicht auf eine Kompensation vergleichbar dem Verzugszins ab (§ 327b Abs. 2 AktG sieht eine Verzinsung ausdrücklich erst ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses vor), sondern wollte mit der Formulierung in der „Stollwerck“-Entscheidung eine „Abkoppelung“ der Minderheitsaktionäre von der Entwicklung des Aktienmarktes verhindern.

## 2. Irrelevanz der Börsenkursentwicklung nach Bekanntgabe und nach dem Bewertungsstichtag

Die von einigen Antragstellern gewünschte Berücksichtigung von Börsenkursen nach Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme oder gar nach dem Bewertungsstichtag widerspricht der Rechtsprechung des BGH, der im „Stollwerck“-Beschluss von 2010 den maßgeblichen Referenzzeitraum festgelegt und in einer Entscheidung von 2011 nochmals bestätigt hat (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229 ff., „Stollwerck“, Rn. 10 ff., 23; Beschluss vom 28. Juni 2011 – II ZB 2/10 –, juris Rn. 8; vgl. auch LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG, C. VII. 2.). Nach Bekanntwerden der geplanten Strukturmaßnahme gebildete Börsenkurse sind in der Regel in erster Linie von Abfindungsspekulationen getrieben und deshalb für die Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung irrelevant.

## VIII. Sonstige Erwägungen

### 1. Vortrag zu „Vorerwerben“ und übernahmerechtliche Erwägungen

Der Anregung des Antragstellers Ziff. 29, die Antragsgegnerin zu Vorerwerbspreisen zu befragen (Bl. 267 d.A.), war nicht nachzugehen. Denn an der Börse bezahlte Preise für die Aktie werden im Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme über den berechneten umsatzgewichteten Durchschnittskurs berücksichtigt, und außerbörslich bezahlte Vorerwerbspreise sind hier nicht bewertungsrelevant. Bei einem öffentlichen Übernahmeangebot können alle Aktionäre ihre Aktien dem Bieter andienen, sind übernahmerechtlich gleich zu behandeln und haben im Falle der Andienung Anspruch auf Zahlung der angebotenen Gegenleistung (zu einem Sonderfall der Auswirkung im Spruchverfahren LG Stuttgart, Beschluss vom 17. September 2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG –, Rn. 205 ff., 209 ff. juris). Hingegen fehlen beim „Squeeze Out“ den §§ 31 Abs. 1 Satz 2, Abs. 6 Satz 1 WpÜG, § 4 Satz 2 WpÜGAngebVO vergleichbare Normen. Bei außerbörslichen Vorerwerben entscheidet der Mehrheitsaktionär frei, zu welchem Preis er welchem Aktionär Aktienpakete abkauft, ohne verpflichtet zu sein, auch allen Minderheitsaktionären deren Aktien zum selben Preis abnehmen zu müssen. Außerbörslich bezahlte „Paketzuschläge“ vor Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme prägen regelmäßig nicht den objektiven Wert der

Aktien des verbleibenden Streubesitzes zum Bewertungsstichtag (vgl. Koch, in Hüffer/Koch AktG 13. Aufl. 2018, § 305 Rn. 31). Der Minderheitsaktionär hat keinen Anspruch darauf, dass der Mehrheitsaktionär auch für seine Aktien einen „Paketzuschlag“ bezahlt (vgl. BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, Rn. 58 ff., juris; BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 31, 32). Die Entscheidung des BGH vom 07. November 2017 (II ZR 37/16) betrifft einen übernahmerechtlichen Sachverhalt und ist hier nicht einschlägig. Zur ergänzenden Begründung wird auf die dem Antragsteller bekannte Entscheidung der Kammer vom 20. Dezember 2018 zum Verfahren 31 O 38/16 KfH SpruchG (dort C.VIII.2.) verwiesen.

## 2. Irrelevanz von Investitionsschutzabkommen

Vereinzelt behaupten Antragsteller, die Abfindung verstoße gegen die von der Bundesrepublik mit zahlreichen Staaten abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 23, Bl. 196 d.A.).

Der Grundgedanke derartiger Abkommen, dass dem Investor bei Enteignung oder Verstaatlichung eine den Marktwert zu leistende Entschädigung zu leisten sei, und dass bei der Wertbestimmung die Verhältnisse zum Zeitpunkt der öffentlichen Bekanntmachung maßgeblich seien, ist auf Spruchverfahren schon deshalb nicht übertragbar, weil es sich bei den einschlägigen Maßnahmen nicht um den Fall einer staatlichen Enteignung handelt und weder die den Squeeze-Out beschließende Hauptversammlung noch die betroffene Gesellschaft oder die Hauptaktionärin Adressaten der genannten Abkommen sind (vgl. LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 201, juris m.w.N.).

## IX. Ergebnis für die Angemessenheit der Abfindung

Die durch Mehrheitsbeschluss auf 89,08 EUR festgelegte Abfindung anlässlich der verschmelzungsrechtlichen Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die Hauptaktionärin ist angemessen. Anlass zur Erhöhung besteht nicht.

## **D. Verfahrensanträge, Nebenentscheidungen**

### I. Verfahrensanträge

Soweit einige Antragsteller die Anordnung der Vorlage weiterer Unterlagen wie etwa von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer aus Bewertungsarbeiten gefordert haben, setzt eine solche Anordnung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG die hier nicht gegebene Entscheidungserheblichkeit der entsprechenden Unterlagen voraus. Hinzu kommt, dass wegen § 51b Abs. 4 WPO noch nicht einmal die Antragsgegnerin als Auftraggeberin gegenüber den

beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften einen durchsetzbaren Anspruch auf Vorlage ihrer internen, für Bewertungs- bzw. Prüfungszwecke angefertigten Arbeitspapiere hat (wie hier LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 181, juris; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 10. Januar 2006 – 12 W 136/04 –, Rn. 27, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07. Mai 2008 – I-26 W 16/06 AktE –, Rn. 22, juris unter Hinweis auf einen Beschluss vom 20. Oktober 2005 – 19 W 11/04 AktE). Mangels Entscheidungserheblichkeit mussten auch die Anhänge der Jahresabschlüsse 2013 bis 2015 nicht offengelegt werden.

Ein von manchen Antragstellern generell, von anderen zu Einzelaspekten der Bewertung gefordertes Sachverständigengutachten ist auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes im Spruchverfahren nur bei Bedarf einzuholen. In § 8 Abs. 2 SpruchG kommt die zentrale Rolle zum Ausdruck, die der Gesetzgeber dem sachverständigen Prüfer und dessen hier durchgeführter Anhörung verleiht (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 02. Oktober 2017 – 9 W 3/14 –, Rn. 19). Die Kammer sieht im vorliegenden Fall keinen Bedarf einer (weiteren) Begutachtung, weil die angemessene Abfindung auf der Grundlage der im Verfahren gewonnenen Erkenntnisse und Überzeugungen auch ohne derartige Schritte gerichtlich festgesetzt werden kann und kein weiterer Aufklärungsbedarf besteht. Der Schutz der Minderheitsaktionäre gebietet es grundsätzlich nicht, im Spruchverfahren neben dem sachverständigen Prüfer einen weiteren gerichtlichen Sachverständigen hinzuzuziehen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2016 – 21 W 36/15 –, Rn. 48).

Die an der Prüfung beteiligten Wirtschaftsprüfer der sachverständigen Prüferin wurden gemäß § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG angehört.

## **II. Kostenentscheidung, Geschäftswertfestsetzung, Beschwerdemöglichkeit**

Die Kostenentscheidung beruht auf § 15 SpruchG, § 32 GNotKG.

§ 23 Nr. 14 GNotKG geht im Grundsatz davon aus, dass im Spruchverfahren die Antragsgegnerin Schuldnerin der Gerichtskosten ist. Diese können nach § 15 Abs. 1 SpruchG ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Bloßes Unterliegen genügt, anders als bei § 91 ZPO, nicht, um unter Billigkeit Gesichtspunkten eine Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der Gerichtskosten und der Kosten der Antragsgegnerin zu begründen. Die Gerichtskosten können den Antragstellern in Spruchverfahren unter Billigkeitserwägungen bei offensichtlicher Unzulässigkeit oder Unbegründetheit oder bei Rechtsmissbräuchlichkeit auferlegt werden (vgl. BGH, Beschluss vom 13. Dezember 2011 – II ZB 12/11 Rn. 22 ff.: offensichtliche Unzulässigkeit bejaht bei unzureichender, den Mindestanforderungen nicht genügender Antragsbegründung; Koch, in

Hüffer/Koch, AktG 13. Aufl. 2018, § 15 SpruchG Rn. 4; Hörtnagl, in Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG/UmwStG Kommentar 8. Aufl. 2018, § 15 Rn. 13 m.w.N.).

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 30, 31, 38 und 39 sind offensichtlich unzulässig (vgl. oben B. III. 1.). Sie haben daher nach den oben dargestellten Grundsätzen einen Teil der Gerichtskosten mitzutragen (vgl. auch LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG). Der Anteil der von ihnen gehaltenen Aktien an der Gesamtzahl der von allen Antragstellern bis zur Übertragung gehaltenen Aktien ist nicht bekannt, weil nicht alle Antragsteller Angaben nach der Soll-Vorschrift des § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG gemacht haben. Es kann deshalb nur eine an der Gesamtzahl der Antragsteller orientierte Kostenquote bestimmt werden. Bezogen auf den im Innenverhältnis von ihnen zu tragenden Anteil der Gerichtskosten haftet auch die Antragsgegnerin als Gesamtschuldnerin. Das ergibt sich aus §§ 23 Nr. 14, 32 GNotKG (Wilsch, in Korintenberg, Gerichts- und Notarkostengesetz, 20. Aufl. 2017, § 23 Rn. 13).

Werden die Anträge der Antragsteller im Spruchverfahren zurückgewiesen, so ist kein Raum für eine Übernahme außergerichtlicher Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin nach § 15 Abs. 2 SpruchG (Drescher, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 15 SpruchG Rn. 24).

Der Anspruch des gemeinsamen Vertreters gegen den Antragsgegner auf Ersatz von Auslagen und Vergütung ergibt sich aus § 6 Abs. 2 SpruchG.

## 2. Zulassung der Beschwerde

Nach § 12 Abs. 1 Satz 1 SpruchG findet gegen die vorliegende Entscheidung die Beschwerde statt. Spruchverfahren sind vermögensrechtliche Streitigkeiten i.S.d. § 61 FamFG, der gemäß § 17 SpruchG insoweit Anwendung findet. Weil das SpruchG selbst keine Regelung über die Beschwer enthält, gilt grundsätzlich § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, wonach der Wert des Beschwerdegegenstandes 600 EUR übersteigen muss (LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13, Rn. 79; zur Zusammenrechnung BGH, Beschluss vom 18. September 2018 – II ZB 15/17, Rn. 24). Mit Blick auf die oben erörterte Problematik der Aussagekraft des Börsenkurses und die dazu von verschiedenen Obergerichten vertretenen Auffassungen (vgl. einerseits OLG Stuttgart und OLG Hamburg, andererseits OLG Karlsruhe) lässt die Kammer die Beschwerde jedoch gemäß § 61 Abs. 2, Abs. 3 Nr. 1 FamFG im Interesse der Rechtsfortbildung unabhängig vom Erreichen der Beschwerdesumme zu.

## 3. Geschäftswert für die Gerichtsgebühren

Der von Amts wegen festzusetzende Geschäftswert für die Gerichtsgebühren (§ 79 Abs. 1 GNotKG) entspricht dem gesetzlichen Mindestwert von 200.000 EUR (§ 74 GNotKG).