Ausfertigung

Landgericht Berlin

Beschluss

Geschäftsnummer: 102 O 84/13 .SpruchG

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

Beteiligte:

Antragsgegnerin,

hat die Kammer für Handelssachen 102 des Landgerichts Berlin am 24. Februar 2015 durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht und die Handelsrichter und beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller auf Bestimmung einer angemessenen Barabfindung gemäß § 327f AktG werden zurückgewiesen.

2. Die Antragsgegnerin hat die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung und Auslagen des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre zu tragen. Ein Ausgleich der außergerichtlichen Kosten der Verfahrensbeteiligten findet nicht statt.

3. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf € 200.000,00 festgesetzt.

Gründe:

I.

Die Antragsteller begehren mit unterschiedlichen Argumenten die Verbesserung der ihnen aus Anlass ihres Ausschlusses als Aktionäre der Gameforge Berlin AG von der Antragsgegnerin gemäß § 327b Abs. 2 AktG gezahlten Barabfindung.

Der Unternehmensgegenstand der Gameforge Berlin AG bestand im Betrieb und der Vermarktung von Computerspielen im Segment der so genannten „Massively Multiplayer Online-Roleplaying Games", wobei sich die hauptsächlichen Märkte der Gesellschaft in Europa und Nordamerika befinden. Die Gesellschaft verfügt über das Beteiligungsunternehmen, Gameforge America Inc. mit Sitz in San Francisco/USA. Ein weiteres Beteiligungsunternehmen, die Gameforge Pacific GmbH mit Sitz in Karlsruhe, ist im Januar 2013 auf die Gesellschaft verschmolzen worden.

Das erfolgreichste Spiel der Gameforge Berlin AG ist der Titel „Runes of Magic", den sie Mitte 2013 neben den weiteren Titeln „TERA" und „RaiderZ" betrieb. Sämtliche Titel setzen die Installation einer Software auf dem Computer des Spielers voraus und werden nach dem „Free-2-Play"-Modell angeboten. Bei diesem Modell können die Nutzer die Basisversion des Spiels kostenlos verwenden. Erlöse für den Betreiber werden mit dem Verkauf von virtuellen Gegenständen und Tauscheinheiten erzielt.

Das Grundkapital der Gesellschaft betrug 2.900.000,00 € und war eingeteilt in 2.900.000 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien. Die Aktien waren ab Februar 2006 unter der Nummer ISIN DE000A0F47J1 zum Handel im Entry Standard an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und wurden darüber hinaus im Freihandel an der Börsen Berlin, Düsseldorf, München und Stuttgart notiert und im elektronischen Handelssystem XETRA gehandelt.

Antragsgegnerin und Hauptaktionärin der Gesellschaft ist die mit Sitz in Karlsruhe, bei der es sich um eine nicht börsennotierte Aktiengesellschaft handelt. Die ist zum Teil im selben Marktbereich wie die Gameforge Berlin AG tätig, bietet jedoch neben Client-basierten Spielen auch so genannte Browsergames sowie Spiele für Mobilgeräte an.

Die Hauptversammlung der Gameforge Berlin AG, die zu diesem Zeitpunkt noch als Frogster Interactive Pictures AG firmierte, stimmte am 28. Juni 2011 dem Abschluss eines am 13. Mai 2011 abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin zu, der die Zahlung einer Barabfindung von 26,00 € je Aktie beziehungsweise eine Ausgleichszahlung auf 0,90 € brutto je Stückaktie für jedes volle Geschäftsjahr vorsieht. Hinsichtlich der Frage der Angemessenheit der Höhe von Abfindung und Ausgleich aus diesem Unternehmensvertrag ist vor der Kammer zum Geschäftszeichen 102 O 105/11 SpruchG ein Spruchverfahren anhängig. Der Vertrag endet am 31. Dezember 2014 und räumt den Minderheitsaktionären in Ziffer 5.6 die Option ein, ihre Aktien mit Vertragsende an die Antragsgegnerin zu einem Preis von 26,00 € zu veräußern. Soweit es im genannten Spruchverfahren zu einer Erhöhung der Abfindung kommt, erstreckt sich das vertragliche Andienungsrecht auf den höheren Betrag.

In derselben Hauptversammlung vom 28. Juni 2011 wurde darüber hinaus der Börsenrückzug für die zuvor im Entry Standard der Frankfurter Börse notierte Aktie der damaligen Frogster Interactive Pictures AG beschlossen. Das Delisting erfolgte zum 11. Juli 2011, wobei die Aktien der Gameforge Berlin AG in der Folgezeit an den Handelsplätzen Berlin, München und Stuttgart unter der Wertpapiernummer A0F47J in den Freiverkehr einbezogen waren.

Der Kurs der Aktie lag bis zum Ende des Jahres 2011 im Mittel bei 26,67 €, was in etwa der durch die Antragsgegnerin aufgrund von Delisting und Unternehmensvertrag angebotenen Barabfindung zuzüglich der anteiligen Ausgleichszahlung entsprach. Im Laufe des Jahres 2012 stieg der Kurs auf 27,61 € an, um sich dann ab Anfang Februar 2013 sprunghaft über die Marke von 30,00 € zu bewegen, wobei am 15. März 2013 ein Kurs von 34,99 € erreicht wurde.

Mit Schreiben vom 18. Februar 2013 teilte die Antragsgegnerin dem Vorstand der Gameforge Berlin AG mit, dass sie nunmehr mit 2.761.071 Aktien der Gesellschaft über einen Aktienanteil von 95,21 % verfüge und sie sich entschlossen habe, ein Verfahren nach den §§ 327a ff. AktG durchzuführen. Im Besitz von Minderheitsaktionären befanden sich zu diesem Zeitpunkt mithin noch 138.929 Aktien.

Am 3. April 2013 gab die Antragsgegnerin dann eine entsprechende Pressmitteilung heraus, in der es unter anderem hieß, dass die Gameforge Berlin AG die Durchführung einer Hauptversammlung vorbereite, auf der die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf die als Hauptaktionäre gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung vorbereite.

In einer außerordentlichen Hauptversammlung vom 5. Juni 2013 wurde mit der Stimmmehrheit der Antragsgegnerin der Ausschluss der Minderheitsaktionäre der Gesellschaft beschlossen. Als Kompensation für diese Maßnahme verpflichtete sich die Antragsgegnerin, diesen einen Betrag von 27,26 € je Stückaktie zu zahlen. Die Antragsgegnerin hatte zuvor mit der Bewertung der Gameforge Berlin AG beauftragt. In der am 16. April 2013 fertiggestellten „gutachtlichen Stellungnahme" ermittelte den festgesetzten Abfindungsbetrag auf der Grundlage des im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag festgelegten Betrags für den Ausgleich für die Geschäftsjahre 2013 und 2014 nebst Addition des Werts des in Ziffer 5.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vorgesehenen Andienungsrechts und zinste die sich ergebenden Beträge auf den Stichtag der Hauptversammlung ab. Der daneben ermittelte Ertragswert der Gesellschaft lag nach den Feststellungen von bei lediglich 8,93 € je Stückaktie. Die Angemessenheit der Barabfindung ist von der durch das Gericht bestellten Prüferin (im Folgenden kurz als

bezeichnet) im Ergebnis bestätigt worden, auch wenn sie in ihrem Gutachten zu leicht abweichenden Werten gelangt ist, nämlich – analog zu den Berechnungsmethoden von – zu solchen in Höhe von 26,54 € beziehungsweise 9,10 € je Aktie der Gesellschaft.

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 30. Juli 2013 in das Handelsregister der Gameforge Berlin AG eingetragen und am 31. Juli 2013 bekannt gemacht.

Im unmittelbaren zeitlichen Anschluss hieran fand im August 2013 eine weitere Umgestaltung der Gesellschaftsverhältnisse statt: Die Gameforge 4D GmbH, die über ein vergleichbares Geschäftsmodell verfügte, wurde auf die Gesellschaft verschmolzen. In der Folgezeit wurde die Gameforge Berlin AG dann in eine GmbH umgewandelt, in Gameforge 4D GmbH umbenannt und der Sitz von Berlin nach Karlsruhe verlegt.

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

Es habe eine Parallelprüfung stattgefunden (Antragsteller zu 19. und 27.) und der Übertragungsbericht leide an formalen Mängeln (Antragstellerin zu 19.).

Der Börsenkurs müsse die Untergrenze für die zu zahlende Abfindung bilden, da dieser im Freiverkehr regelmäßig über 30 € gelegen habe (Antragsteller zu 2. bis 6.) beziehungsweise zwischen 32 € und 33 € gelegen habe. Es gebe keine Grundlage für die von vertretene Auffassung, dass Freiverkehrskurse keine Börsenkurse seien (Gemeinsamer Vertreter). Der letzte Börsenkurs vor dem Delisting der Aktie habe bei 29,21 € gelegen (Antragsteller zu 9.). Die Behauptung einer mangelnden Liquidität beruhe offensichtlich auf einer mangelhaften Tatsachenermittlung, da eine Vielzahl von Transaktionen zwischenzeitlich nicht mehr über die Börsen, sondern über andere Kanäle wie „Dark Pools" abgewickelt werde (Antragsteller zu 1.). Im Übrigen zeige der Umstand, dass die Antragsgegnerin ihren Anteil an der GFB nach dem Delisting durch Erwerbe im Freiverkehr auf über 95 % habe steigern können, dass ein ausreichender Handel stattgefunden habe (Antragsteller zu 44. bis 47.).

Die Antragsgegnerin habe außerbörslich Aktienpakete der Gesellschaft für 33,50 € erworben (Antragsteller zu 9. sowie zu 25. und 26.). Diese Einschätzung des Wertes der Anteile müsse auch für die Abfindung maßgeblich sein.

Die Verrentung der Ausgleichszahlung führe tatsächlich zu einem höheren Wert als von Bewertungsgutachterin und Prüferin ermittelt. Dieser könne auch herangezogen werden, da der langfristige Ertragshorizont für die Erträge der Gesellschaft abgebildet werde (Antragsteller zu

11.). Bei einer solchen Ableitung sei müsse jedoch zunächst das Ergebnis des zum Geschäftszeichen 102 O 105/11 SpruchG anhängigen Verfahrens abgewartet werden, da vorher die zu kapitalisierende Höhe der Ausgleichszahlung noch nicht feststehe (Gemeinsamer Vertreter). Eine Aussetzung des hiesigen Verfahrens sei damit geboten. Soweit die Abfindung aus dem Unternehmensvertrag zum Gegenstand der Abfindung gemacht werde, müsse auch die Verzinsung dieses Betrages berücksichtigt werden (Antragstellerin zu 31.). Die anteilige Ausgleichszahlung des Jahres 2013 fehle in der von durchgeführten Berechnung (Antragsteller zu 37. bis 40.).

Bei einer Kapitalisierung des Ausgleichs stelle sich allerdings das Problem der Doppelbesteuerung, da bereits Ausgleich und Abfindung nach dem TAX-CAPM ermittelt worden seien (Antragsteller zu 11.).

Die Bewerter hätten bei der Ermittlung des Ertragswerts die Prämisse der Fortführung der Gesellschaft verkannt (Antragsteller zu 11.). Durch die „going concern"-Vermutung sei vom Erwerb weiterer Lizenzen auszugehen (Antragsteller zu 44. bis 47.). Grundlagen für die Annahme einer Beendigung des Geschäfts zum 31. Dezember 2017 seien nicht ersichtlich. Es handele sich bei der Planung um eine faktische Auflösung der Gesellschaft, wobei eine solche „Auflösungsplanung" gemäß § 119 Abs. 1 Nr. 8 AktG der Zustimmung der Hauptversammlung bedurft hätte (Gemeinsamer Vertreter). Sie sei auch nicht im Interesse der Minderheitsaktionäre (Antragsteller zu 14. bis 18. sowie zu 19.). Zudem sei eine Liquidation der Gesellschaft auch tatsächlich nicht geplant, wie die Verschmelzung der Gameforge 4D GmbH auf die Gameforge Berlin GmbH zeige. Offensichtlich wolle die Antragsgegnerin die Verlustvorträge der Gesellschaft nutzen, sonst hätte die den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei wirtschaftlicher Betrachtung kündigen müssen (Antragstellerin zu 31.).

Die in der Vergangenheit erworbene Kompetenz von Gameforge Berlin als Publisher werde nicht berücksichtigt (Antragsteller zu 20.). Die Gesellschaft besitze durch Etablierung von „Runes of Magic" im Markt ein „Alleinstellungsmerkmal" (Antragsteller zu 27.).

Die haltlose Planung sehe eine Entwicklung vom florierenden Unternehmen zum Liquidationskandidaten vor (Antragsteller zu 33. und 34.). Die allgemein kommunizierten Marktaussichten für Online-Spiele seien weiterhin gut, für den Hauptmarkt Europa der Gesellschaft bewegten sich die Wachstumsvorhersagen der Analysten auch nach den in den Gutachten enthaltenen Aussagen von und um die 10 %. Die Gesellschaft habe von Anfang an erfolgreichen Wettbewerbern wie dem Spiel „World of Warcraft" gegenübergestanden (Antragsteller zu 32.). Die offensichtlich lediglich für die Zwecke des

Squeeze Out erstellte Planung (Antragstellerin zu 19.) gehe damit an der Realität vorbei, da eine Geschäftseinstellung bei anhaltendem Marktwachstum völlig unverständlich sei (Antragsteller zu 9.). Die Antragsgegnerin verlagere durch den Abzug von Know-How und Personal die Gewinne auf sich (Antragstellerinnen zu 25. und 26.), was auch der alleinige Grund für die fehlende Aufnahme weiterer Titel in das Portfolio sei (Antragstellerin zu 31.). Es sei zu bezweifeln, dass die von der Gameforge Berlin mit den Spieleherstellern abgeschlossenen Verträge keine Möglichkeit einer (weiteren) Lizenzverlängerung vorsähen (Antragsteller zu 32.).

Der Computerspielmarkt sei ausreichend groß wie der ständige Eintritt neuer Mitbewerber zeige. Am Beispiel „GTA V" zeige sich auch, dass Spielkonzepte nicht ständig „neu erfunden" werden müssten, um erfolgreich zu sein (Antragsteller zu 8.). Schließlich bringe die Antragsgegnerin laufend neue Spiele auf den Markt, etwa Ende 2013 das Spiel „Crimson Heart 2". Das angeblich erfolglose Spiel „Bounty Bay Online" werde von einem anderen Anbieter weitervertrieben (Antragsteller zu 11.).

Die in dem Verfahren 102 O 105/11vorgelegte Wertermittlung sei für die Zeit ab 2014 noch von einem nachhaltig erzielbaren Ergebnis von 6,3 Mio. € p.a. ausgegangen (Antragsteller zu 23. und 24.). Bei Abbildung einer ewigen Rente aus dem Schnitt der vorliegenden Planung für Jahre 2013 bis 2016 ergebe sich Ertragswert von über 35 € je Aktie (Antragstellerinnen zu 25. und 26.).

Die angenommene Steuerbelastung sei wegen der bestehenden Verlustvorträge zu hoch (Antragstellerin zu 41.).

Ein Risikozuschlag sei wegen der Endlichkeit des Geschäftsmodells nicht in Ansatz zu bringen (Antragsteller zu 20.). Die Risiken der Einführung und Vermarktung neuer Online-Spiele entfielen (Antragsteller zu 22.).

Der eigene Betafaktor der Gesellschaft liege bei 0,41, hilfsweise sei eine Peer Group bestehen aus den Unternehmen SAP, SAGE und Dassault zu bilden (Antragsteller zu 9.). Der eigene Betafaktor liege unterhalb von 0,8 (Antragsteller zu 23. zu 24.).

Die von und jeweils gebildete Peer Group könne nicht herangezogen werden, da sie hauptsächlich Spiele-Hersteller umfasse, die einem anderen Risiko unterlägen als die Gesellschaft (Antragsteller zu 11.). Sie sei weder vom Marktgebiet noch von Geschäftsmodell und Umsätzen her mit der Gameforge Berlin AG vergleichbar (Antragsteller zu 23. bis 24.).

Die Antragsteller sowie der gemeinsame Vertreter beantragen,

die von der Antragsgegnerin zu zahlende Barabfindung gerichtlich höher festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt die Höhe der festgesetzten Abfindung. Sie ist der Auffassung, dass angesichts der Diskrepanz zwischen dem Barabfindungsbetrag und der von Bewertungsgutachterin und Prüferin ermittelten Höhe des Ertragswerts sämtliche Einwendungen der Antragsteller gegen die Unternehmensbewertung nach der Ertragswertmethode von vornherein ins Leere gingen und irrelevant seien.

Für die Minderheitsaktionäre habe sich das Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages in den Geschäftsjahren 2011 und 2012 als vorteilhaft herausgestellt, da die Antragsgegnerin Verluste in Höhe von 10,57 Mio. € beziehungsweise 3,87 Mio. € habe übernehmen müssen während an die außenstehenden Aktionäre Zahlungen von 0,76 € je Aktie erfolgt seien. Damit sei der Unternehmensvertrag als der wesentliche wertbildende Umstand anzusehen.

Die Abzinsung der maßgeblichen Beträge sei zutreffend erfolgt. Die Antragsteller übersähen insoweit, dass die Ausgleichszahlungen nur bis zum Ende des Unternehmensvertrages zu kapitalisieren seien. Der Abfindungsbetrag in Höhe von 26,00 € aus Ziffer 5.6 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages sei auf den vorliegenden Bewertungsstichtag abzuzinsen, da die entsprechende Zahlung frühestens am 2. Januar 2015 fällig geworden wäre.

Im Gegensatz zur Auffassung der Antragsteller könnten Freiverkehrskurse nicht als Untergrenze der zu zahlenden Abfindung herangezogen werden. Aus der Rechtsprechung des BVerfG sei ersichtlich, dass das Gericht unter dem „Börsenwert" die Notierung im regulierten Markt verstehe. Die Antragsteller hätten keinen Anspruch auf Entschädigung zu (irgendeinem) Börsenkurs, sondern lediglich zum Verkehrswert ihrer Aktien. Dies sei nicht gleichzusetzen. Aus diesem Grunde könne auch nicht auf nicht durch tatsächliche Transaktionen unterlegte Geld- oder Briefkurse abgestellt werden.

Im Rahmen der hilfsweise durchgeführten Ertragswertermittlung sei die zugrunde gelegte Planung nur eingeschränkt überprüfbar. Der Vortrag der Antragsteller sei insoweit zutreffend, als in der Vergangenheit im Markt der Online-Spiele hohe Wachstumsraten erzielt werden konnten, wobei

die Wachstumsraten nach einer Studie von für den europäischen Markt bis 2016 jedoch auf 8,9 % absinken sollen. Auch verlaufe die Marktentwicklung zwischenzeitlich sehr dynamisch, so dass auf Einzeltitelebene ein Vergleich mit früheren Zeiträumen kaum möglich sei. So setze etwa bei neueren Titeln ein Rückgang der Spielerzahlen viel früher ein.

Die Gameforge Berlin habe mit Ausnahme der in die Planungsrechnung einbezogenen Titel keine weiteren Spiele am Markt. Soweit die Antragsteller auf die Einführung konkreter neuer Spiele verwiesen, handele es sich sämtlich um keine Titel der Gesellschaft, sondern unter anderem, etwa bei Crimson Heart 2, um Mobilspiele der Antragsgegnerin. In diesem Bereich zeichne sich auch ein neuer Boom ab, sodass viele Entwicklungsstudios, die vormals als Lizenzgeber für MMOG-Titel in Betracht gekommen wären, nunmehr vornehmlich Mobilspiele entwickelten. Auch würden Neuentwicklungen zunehmend von den Herstellern selbst vertrieben.

Die von der Gameforge Berlin betriebenen MMORPG-Spiele hätten eine nur begrenzte Laufzeit, da die Anzahl der Spieler im Laufe des Betriebs regelmäßig bis zu dem Punkt zurückgehe, an dem sich ein Spiel wirtschaftlich nicht mehr trage. Entsprechend zeige „Runes of Magic" zwischenzeitlich einen deutlichen Abwärtstrend. Nach der vorzeitigen Einstellung von „RaiderZ" bleibe auch die Entwicklung von „TERA" deutlich hinter den in der Planung getroffenen Annahmen zurück. Dieser Negativtrend habe sich auch im Jahr 2013 fortgesetzt, in dem anstelle der in Höhe von 24,618 Mio. € geplanten Umsatzerlöse nur solche in Höhe von 16,629 Mio. € hätten erzielt werden können.

Am Markt seien kaum noch wirtschaftlich attraktive Lizenzen für Core-MMORPG in erforderlicher Qualität verfügbar und der Wettbewerb zwischen den Publishern nehme zu. So sei das anfangs gemeinsam mit Runewaker unter dem Projektnamen „Projekt X" entwickelte Spiel „Dragon´s Prophet" in Europa durch das Unternehmen Infernum Productions AG veröffentlicht worden. Dieses Unternehmen werde von ehemaligen Führungskräften der Frogster-Gruppe betrieben und habe am 1. Dezember 2014 Insolvenz anmelden müssen. Auch dies zeige ganz deutlich, wie schwierig das Marktumfeld für MMORPGs zwischenzeitlich geworden sei.

Aus Stand-Alone-Sicht sei die Gameforge Berlin durch die Vielzahl von Fehlinvestitionen nicht mehr lebensfähig gewesen. Ohne Stützung durch die Antragsgegnerin wäre das Eigenkapital der Gesellschaft in den Jahren 2011 und 2012 um zwei Drittel aufgezehrt worden. Auch stünden keine Mitarbeiterkapazitäten mehr zur Verfügung, um neue Spiele einzuführen. Die in der Planung vorhandene Liquidität entstehe ausschließlich vor dem Hintergrund des geänderten Unternehmenskonzepts. Der Hinweis mehrerer Antragsteller auf die Planung des Jahres 2011 zeige nur, dass diese sich im Nachhinein als viel zu optimistisch und daher völlig unrealistisch

herausgestellt habe. Aus ökonomischer Sicht sei das mit der jetzigen Planung verfolgte Modell der möglichst kurzfristigen Rückführung der eingesetzten Mittel das einzig sinnvolle Modell.

Die von einigen Antragstellern in das Verfahren eingeführten Aussagen des Vorstands der Gamigo AG seien unerheblich, wobei diese im Zusammenhang mit der Begebung einer neuen Unternehmensanleihe zu sehen seien. Im Lagebericht 2012 sei auch bei der Gamigo AG ausdrücklich von gestiegenem Wettbewerbsdruck und dem dadurch bedingten Rückgang der operativen Umsatzerlöse die Rede.

Der Hinweis auf § 119 AktG sei unzutreffend, da die Berechnung des Ertragswerts auf Stand-Alone-Basis notwendig fiktiv sei, so dass der geforderte Hauptversammlungsbeschluss überhaupt nicht ergehen könnte. Darüber hinaus sei davon auszugehen, dass ein solcher Beschluss rein theoretisch jederzeit mit der Mehrheit der Stimmen der Antragsgegnerin hätte gefasst werden können.

Die Höhe von Basiszins und Marktrisikoprämie seien in den vorliegenden Gutachten von und zutreffend bestimmt und erläutert worden. Dies gelte auch für den Betafaktor, bei dessen Ermittlung durchaus berücksichtigt worden sei, dass für die restliche Zeit der werbenden Tätigkeit der Gesellschaft keine neuen Titel mehr auf den Markt gebracht werden sollten.

Schließlich könne es für die Höhe der zu zahlenden Abfindung auf die Konditionen von Vorerwerben nicht ankommen.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Sach- und Streitstandes wird auf den Inhalt der von den Beteiligten zu den Akten gereichten Schriftsätze sowie auf den Inhalt des Bewertungsgutachtens von und des Prüfgutachtens von , die ergänzende Stellungnahme von vom 9. November 2014 sowie die Niederschrift der Anhörung vom 18. November 2014 Bezug genommen.

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge waren zulässig.

1. Die Anträge sämtlicher am Verfahren noch beteiligter Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis 31. Oktober 2013 bei Gericht eingegangen sind.

Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, waren die Antragsschriften vorab per Telefax eingereicht worden

2. Darüber hinaus hat die ganz überwiegende Mehrzahl der Antragsteller ihre Antragsberechtigung gemäß § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG durch die Vorlage von Bankbescheinigungen belegt, welche den Aktienbesitz im Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister bestätigen. Die Antragsgegnerin hat im Übrigen die Aktionärseigenschaft der das Verfahren betreibenden Antragsteller nicht bestritten.

B. Begründetheit der Anträge

Die Spruchverfahrensanträge erwiesen sich in der Sache jedoch als unbegründet. Der den Antragstellern von der Antragsgegnerin gemäß § 327b AktG gezahlte Betrag in Höhe von 27,26 € je Stückaktie der Gameforge Berlin AG war nicht zu erhöhen. Es war nicht ersichtlich war, dass diese Kompensation keine angemessene Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet.

1. Verfahrensrügen und -anträge

a) Die insbesondere von der Antragstellerin zu 19) erhobene Rüge im Hinblick auf eine behauptete Mangelhaftigkeit der Prüfung durch die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin ging fehl.

aa) Gegen die von der Prüferin gemeinsam mit der Bewertungsgutachterin vorgenommene Parallelprüfung waren nämlich keine Einwände zu erheben. Sie konnte insbesondere nicht zu einer Entwertung des Prüfungsgutachtens von in dem Sinne führen, dass es als nicht erstattet anzusehen wäre. Der Bundesgerichtshof hat in einer Grundsatzentscheidung aus dem Jahr 2006 festgestellt, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit sind erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitsentscheidungen erstreckt (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544). Eine solche Tätigkeit der Prüferin war aber ebenso wenig ersichtlich wie eine unzulässige Einflussnahme der hiesigen Antragsgegnerin auf deren Tätigkeit.

bb) Auch im Übrigen war die Tätigkeit von nicht zu beanstanden. Nach § 327b Abs. 2 AktG in Verbindung mit § 293e Abs. 1 AktG hat der Prüfer ein Urteil darüber abzugeben, ob die vom Hauptaktionär angebotene Barabfindung angemessen ist. Die Prüfung hat damit ergebnisorientiert zu erfolgen, wobei sich § 293e Abs. 1 AktG für den Inhalt des Prüfberichts darauf beschränkt, Angaben zu den verwendeten Methoden, zur Angemessenheit deren Anwendung sowie zu eventuellen besonderen Schwierigkeiten bei der Bewertung zu verlangen. Diese Anforderungen werden durch das vorliegende Gutachten erfüllt. Einer näheren Begründung bedarf es lediglich hinsichtlich der Angemessenheit der angewandten Methode. Aus diesem Umstand folgert die überwiegende Meinung, dass der gerichtlich bestellte Prüfer keine eigene Unternehmensbewertung durchzuführen hat, sondern eine Plausibilitätskontrolle der ihm vorgelegten Bewertung ausreichend ist (vgl. etwa Langenbucher in Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Rz. 4 zu § 293e AktG). Zwar sollen sich die Aktionäre ein eigenes Urteil bilden können, dessen Basis ist jedoch der Bericht des Vorstandes nach § 293a AktG, während sich der Prüfungsbericht als Ergebnisbericht letztlich auf ein Rechtmäßigkeitsurteil beschränkt (vgl. Hüffer, AktG, 11. Aufl., Rz. 6 zu § 293e AktG). Vor diesem Hintergrund sind die gesetzlichen Anforderungen durch das Gutachten der Barabfindungsprüferin übererfüllt worden, da es sich nicht auf eine bloße Plausibilitätskontrolle der Arbeiten von beschränkt, sondern in erheblichem Umfang eigene Prüfungsfeststellungen enthält.

cc) Schließlich waren entgegen der pauschal geäußerten Kritik der Antragstellerin zu 19) keine grundlegenden formalen Mängel der vorliegenden Gutachten oder des Übertragungsberichts ersichtlich.

b) Den Anträgen – etwa der Antragsteller zu 13) bis 18) – auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin, war durch die Kammer nicht nachzugehen.

aa) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

bb) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der im Einzelnen fehlenden Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren.

2. Abfindung nach § 327 b AktG

Gemäß § 327b AktG legt der Hauptaktionär, der eine Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen will, die Höhe der Barabfindung fest, welche die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses berücksichtigen muss. § 327f AktG gibt vor, dass die Höhe der Abfindung angemessen sein zu sein hat, wobei dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft werden muss, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

3. Methodik der Wertermittlung

a) Berücksichtigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages

aa) Die Antragsgegnerin hat die Höhe der festgelegten Barabfindung auf der Basis der Berechnungen der Bewertungsgutachterin festgesetzt und sich dabei auf den zwischen der Antragsgegnerin und der (seinerzeit noch als Frogster Interactive Pictures AG firmierenden) Gesellschaft am 13. Mai 2011 abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gestützt. Die Barabfindung beinhaltet die bis zum Ende des Unternehmensvertrages zu zahlenden Beträge für den Ausgleich sowie das vertraglich zugesicherte Ankaufangebot der Antragsgegnerin für den Fall einer Beendigung des Vertrages.

Die Verwendung einer solchen Berechnungsmethode ist vom Gericht im Ergebnis zu beachten, soweit sich diese Verfahrensweise – wie im vorliegenden Fall – zu Gunsten der ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre auswirkt. Es handelt sich vorliegend nach Ansicht der Kammer jedoch nicht um die für die angemessene Höhe der Barabfindung <u>rechtlich</u> gebotene Ermittlungsmethode. Damit schied, anders als von mehreren Antragstellern gefordert, eine Aussetzung dieses Verfahrens im Hinblick auf das bei der Kammer geführte zum Geschäftszeichen 102 O 105/11 geführte Spruchverfahren betreffend die Höhe der Kompensation aus dem Vertrag vom 13. Mai 2011 aus.

bb) Es ist allerdings umstritten, ob bei einem Ausschluss der Minderheitsaktionäre eines Unternehmens, welches bereits einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag unterliegt, die vertraglich festgesetzte Ausgleichszahlung für die Bestimmung der angemessenen Abfindung von Bedeutung ist beziehungsweise für deren Berechnung herangezogen werden kann (vgl. auch Simon, SpruchG, Rz. 252 Anh. § 11 SpruchG).

In Rechtsprechung und Literatur werden unterschiedliche Auffassungen zu der Frage vertreten, wonach sich bei einem bestehenden und im Bewertungszeitpunkt voraussichtlich auch fortdauernden (Beherrschungs- und) Gewinnabführungsvertrag die zu gewährende Abfindung bestimmt, sofern nicht bereits der Börsenkurs die bindende Untergrenze bildet.

aaa) Vertreten wird in diesem Zusammenhang auf der einen Seite, dass allein der nach dem Ertragswertverfahren berechnete anteilige Unternehmenswert entscheidend ist (vgl. etwa OLG Düsseldorf, AG 2012, 716, 718 f. mit zustimmender Anmerkung von Gräwe, EWiR 2012, 779; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 29. Juli 2009, I - 26 W 1/08; OLG München, Beschluss vom 26. Oktober 2006, 31 Wx 12/06, Rz. 13 bei juris; Popp, AG 2010, 1 ff.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rn 88 ff.; Hüffer, AktG, 11. Aufl., Rz. 5 zu § 327b AktG; Singhof in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rz. 4 zu § 327b AktG).

bbb) Einer anderen Auffassung zufolge stellt der Barwert der vertraglichen Ausgleichszahlungen jedenfalls eine Untergrenzen für die angemessene Abfindung dar (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.März 2010, 20 W 9/08, Rz. 243 ff. zitiert nach juris, für einen isolierten Beherrschungsvertrag; Tebben, AG 2003, 600, 606; Vossius in FS Widmann, S. 133, 142 ff.; Grigoleit/Rieger, AktG, Rz. 11 zu § 327b AktG).

ccc) Schließlich wird auch die Ansicht vertreten, die angemessene Abfindung bestimme sich bei fortbestehendem (Beherrschungs- und) Gewinnabführungsvertrag allein anhand des Barwerts der Ausgleichzahlungen zum Bewertungsstichtag (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, Rz. 50 ff. zitiert nach juris; OLG Frankfurt, NZG 2010, 664; im Prinzip ähnlich KG, NZG 2003, 644 für einen Verschmelzungsvertrag; Hachmeister/Ruthardt, WpG 2014, 894, 897; Ruthardt, Der Konzern 2013, 615 ff.; Leyendecker, NZG 2010, 927; Austmann in MünchHdBGesR, Bd. IV Aktiengesellschaft, 3. Aufl., § 74 Rn 90; Simon/Leverkus, SpruchG, Anh § 11 Rz. 258).

cc) Soweit die Berücksichtigung der kapitalisierten Ausgleichszahlung im Rahmen des § 327b AktG abgelehnt wird, erfolgt dies mit der Begründung, dass nach den gesetzlichen Vorschriften

der volle Wert der Beteiligung am arbeitenden Unternehmen zu entschädigen ist. Beim Barabfindungsanspruch aus dem Unternehmensvertrag handelt es sich um kein wertpapiermäßig in der Aktie verkörpertes Mitgliedschaftsrecht, sondern einen schuldrechtlichen Anspruch gegen das herrschende Unternehmen, der nicht wertbildend und damit erlöschend in den Abfindungsanspruch nach § 327a AktG eingeht, sondern vielmehr neben diesem bis zum Ende der Annahmefrist des § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG fort besteht (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Januar 2006, 26 W 7/06, BeckRS 2011, 21499). Daneben unterscheidet sich der Inhalt der Ansprüche aus § 305 und § 327a AktG im Hinblick auf die zeitliche Komponente der abweichenden Stichtage voneinander. Zudem ist mit der Barabfindung aus § 327 Abs. 1 AktG bei einem Squeeze Out während eines bestehenden Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages (nur) der Verlust einer Rechtsposition zu kompensieren, die bereits durch das Bestehen des Unternehmensvertrages geprägt ist.

Auf der anderen Seite wird die Auffassung vertreten, dass der Barwert der Ausgleichszahlungen jedenfalls dann Grundlage für die Barabfindung eines späteren Squeeze-outs sein kann, wenn von einer unbegrenzten Dauer des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags auszugehen ist (so OLG Frankfurt a.M., NZG 2010, 664 m.w.N.; LG Frankfurt a.M., ZIP 2006, 854; Leyendecker, NZG 2010, 927 ff.).

aaa) Dieser Ansicht hat auch die Kammer an anderer Stelle zugeneigt, da es unter der Prämisse eines dauerhaften Ausschlusses der Minderheitsaktionäre von den operativen Ergebnissen der beherrschten Gesellschaft - jedenfalls aus wirtschaftlicher Sicht zweifelhaft - erscheint, dass der Ertragswert eine angemessene Grundlage für die Berechnung der Barabfindung im Rahmen eines Squeeze-Out bilden soll.

bbb) Wie bereits erwähnt, setzt diese Betrachtungsweise aber voraus, dass der Unternehmensvertrag, abgesehen von gegebenenfalls vorgesehenen Kündigungsmöglichkeiten, auf absehbare Zeit nicht beendet wird. Eben dies ist vorliegend aber nicht der Fall, da der Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag nach dessen Ziffer 6.2 am 31. Dezember 2014 endet.

ccc) Damit könnten bei der Ermittlung der Barabfindung allenfalls die während der Laufzeit des Vertrages konkret fällig werdenden Ausgleichszahlungen herangezogen werden. Deren (dauerhafte) Kapitalisierung kommt für die Bestimmung der Abfindung im Rahmen des § 327b AktG nach Meinung der Kammer aber ebenso wenig in Betracht wie die Heranziehung der von der Antragsgegnerin nach Ziffer 5.1 des Vertrages geschuldeten Abfindung beziehungsweise des in Ziffer 5.6 geregelten Andienungsrechts. Insbesondere der zuletzt genannte Anspruch besitzt einen

rein vertraglichen Charakter und kann nicht mehr zu den Verhältnissen der Gesellschaft gerechnet werden, zumal diese Verhältnisse gerade nach der Beendigung des Unternehmensvertrages nicht mehr durch diesen geprägt werden.

ddd) Bei der Frage der Berücksichtigung des Andienungsrechts aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag ergibt sich im Grundsatz dieselbe Problematik im Hinblick auf die nach § 327a AktG maßgeblichen „Verhältnisse der Gesellschaft" zum Stichtag wie bei einer Kapitalisierung der Ausgleichszahlung nach § 304 AktG. Die Höhe der Zahlung nach Ziffer 5.6 des Vertrages bestimmte sich nach dem Wert der Gesellschaft im Juni 2011 vor der Invollzugsetzung des Unternehmensvertrages. Vorliegend ist dagegen der Wert des Unternehmens zu einem zwei Jahre später liegenden Zeitpunkt maßgeblich. Es erscheint insoweit unter keinem rechtlichen Gesichtspunkt zwingend, hier einen „geteilten" Wert anzunehmen, der für einen Erwerber der Gesellschaft anders ausfällt als für die Minderheitsaktionäre, denen ein Anspruch gegen einen externen Dritten zusteht. Bei diesem Anspruch handelt es sich, ebenso wie bei dem Anspruch auf Abfindung aus § 305 AktG, wie bereits erwähnt, gerade nicht um ein wertpapiermäßig in der Aktie verkörpertes Mitgliedschaftsrecht (vgl. etwa Veil in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rz. 12 zu § 305 AktG m.w.N.). Vielmehr handelt es sich um originär in der Person des jeweiligen Aktionärs entstehende schuldrechtliche Ansprüche. Allein vor dem Hintergrund dieser rechtlichen Qualifizierung der in Rede stehenden Ansprüche liegt nach Überzeugung der Kammer die Annahme fern, das Andienungsrecht gehöre zu den gesellschafts- oder vermögensrechtlichen Verhältnissen der Gameforge Berlin AG.

eee) Zwar mag sich das Andienungsrecht nach dem Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages auf den Preis der Aktien der Gameforge Berlin AG ausgewirkt haben. Dieser Umstand kann aber nicht dazu führen, dass der Wert des Unternehmens ab diesem Zeitpunkt auf die Mindesthöhe der im Jahr 2011 vertraglich festgelegten Abfindung ohne Berücksichtigung der weiteren Entwicklung der Ergebnisse sowie des Marktumfeldes fixiert werden müsste.

fff) Das Produkt aus Andienungszahlung und kapitalisierten Ausgleichszahlungen ist, entgegen der Auffassung einiger Antragsteller, auch nicht zwingend als Wertuntergrenze festzusetzen. Anders als ein aussagekräftiger Börsenkurs, der sich in einem liquiden Markt gebildet hat, handelt es sich hierbei nicht um einen Wert, der von den Minderheitsaktionären zu einem beliebigen Zeitpunkt beziehungsweise zum Bewertungsstichtag hätte realisiert werden können.

ggg) Aus den vorgenannten Gründen konnte es nicht darauf ankommen, ob es in dem vor der Kammer noch anhängigen Spruchverfahren zum Geschäftszeichen 102 O 105/11 SpruchG zu

einer Erhöhung der von der Antragsgegnerin aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag Kompensation in Form von Abfindung und Ausgleich kommt. Daher war auch eine Aussetzung des hiesigen Verfahrens in entsprechende Anwendung des § 148 ZPO nicht geboten, da es an einer Vorgreiflichkeit des Ergebnisses dieses Verfahrens fehlt.

b) Ertragswertverfahren

Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen eines Hilfsgutachtens den Unternehmenswert der Gameforge Berlin AG zum 5. Juni 2013 nach der Ertragswertmethode ermittelt.

aa) Die Anwendung dieser Methode für die Bemessung des Werts eines „arbeitenden" Unternehmens entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur an Hand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

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

cc) Dem Gericht kommt somit letztendlich die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im

Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann und darf von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

dd) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft unter Ausblendung der beschlossenen Strukturmaßnahme basiert, so dass beispielsweise durch den Hauptaktionär mögliche Maßnahmen wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren. Mögliche, aber am Bewertungsstichtag noch nicht eingeleitete Maßnahmen sind ebenso wenig zu berücksichtigen wie Zukunftsentwicklungen, die gerade infolge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre entstehen, wie etwa eine Aufhebung der Börsennotierung mit dem Wegfall der aus einer solchen resultierenden Pflichten der Gesellschaft.

ee) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 374). Weil außenstehenden Aktionären das Ausscheiden aus der Gesellschaft ohne wirtschaftliche Nachteile ermöglicht werden soll, ist derjenige Wert maßgeblich, den das Gesellschaftsunternehmen ohne Abschluss des Beherrschungs- oder Gewinnabführungsvertrags hätte (vgl. Hüffer, a.a.O., Rz 18 zu § 305 AktG).

ff) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327b Abs. 1Satz 1 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären zu gewähren hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativanlagen bestehen.

gg) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgschancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde beziehungsweise gezahlt hätte (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

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

Die Kammer hält es aber regelmäßig für geboten, die Entwicklung in den Zeiträumen zu untersuchen, welche dem Bewertungsstichtag unmittelbar nachfolgen, da insoweit anzunehmen sein wird, dass diese bereits in der Wurzel angelegt war.

c) Detailplanung

Nach dem oben Gesagten kam es für die „angemessene Barabfindung" im Sinne des § 327b Abs. 1 AktG zunächst auf den Ertragswert der Gameforge Berlin AG zum Stichtag an. Dieser beträgt gemäß den Berechnungen der Bewertungsgutachterin 8,93 € und nach dem Prüfgutachten von 9,10 € je Stückaktie. Beide Werte liegen weit unterhalb der von der Antragsgegnerin gewährten Barabfindung, so dass vorrangig die Frage zu beantworten war, ob die gegen die Bewertung von Seiten der Antragsteller erhobenen Einwendungen geeignet sind, zu einem oberhalb des Betrages von 27,26 € liegenden Ertragswert zu führen. Dies war nach Überzeugung der Kammer nicht der Fall.

aa) Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren die Besonderheit, dass es sich für die Gerichte grundsätzlich verbietet, eigene Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten

Planung von Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung des Unternehmens und seiner Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive wie auch für negative Abweichungen.

bb) Von vornherein fehl ging der Einwand mehrerer Antragsteller, die vorgelegten Prognosen des Managements konnten aus dem Grunde keine hinreichende Grundlage für die Bewertung der Gameforge Berlin AG darstellen, da eine auf von der Antragsgegnerin als herrschendem Unternehmen unbeeinflusste und unabhängige Planung erstellt werden müsste.

aaa) Maßgeblich für die Prognose der künftigen Erträge einer beherrschten Gesellschaft ist nicht die fiktive Planung eines unabhängigen Unternehmens, sondern die tatsächliche Planung als Unternehmen, das vertraglich beherrscht wird (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010, 20 W 9/08, BeckRS 2010, 09848). Dies bedeutet, dass eine – gegebenenfalls auch negative Steuerung – durch die herrschende Gesellschaft grundsätzlich hingenommen werden muss, § 308 Abs. 1 AktG. Im Gegenzug ist die herrschende Gesellschaft während der Laufzeit des Vertrages als Schutzmaßnahme gegenüber den Gläubigern gemäß § 302 AktG zum Verlustausgleich verpflichtet, während die Minderheitsaktionäre den vertraglich festgelegten Ausgleich nach § 304 AktG erhalten.

In der Folge kann der Aktionär, der sich nach dem Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages entschließt, seine Aktionärsstellung nicht gegen Zahlung einer Abfindung im Sinne des § 305 AktG aufzugeben, sondern gegen Gewährung der Ausgleichszahlung Mitglied der Gesellschaft zu bleiben, nach Vertragsbeendigung grundsätzlich nicht verlangen so gestellt zu werden, als habe ein Unternehmensvertrag nicht bestanden.

bbb) Der Ausgleichsanspruch schützt nämlich nicht vor einer „Auszehrung" der Gesellschaft durch nachteilige Maßnahmen des herrschenden Unternehmens; nach Beendigung des Unternehmensvertrages kann der außenstehende Aktionär auf die geringeren Erträge des „ausgezehrten" Unternehmens verwiesen werden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 5. Juni 2013, 20 W 6/10, BeckRS 2013, 10389; OLG Stuttgart, ZIP 2012, 133, Rz. 504 zitiert nach juris).

Insbesondere die Weisungsbefugnis des herrschenden Unternehmens nach § 308 AktG kann dazu führen, dass die abhängige Gesellschaft - wie wohl auch hier - ihrer Vermögenswerte weitgehend entkleidet oder sie so vollständig in den Konzern eingebunden wird, dass sie bei Beendigung des Unternehmensvertrags nicht weiterbestehen kann (vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Januar 2006, 26 W 7/06, BeckRS 2011, 21499). Die außenstehenden Aktionäre sind durch die Regelung über den festen Ausgleich vor den Auswirkungen nachteiliger Weisungen hinreichend geschützt.

ccc) Verliert der Inhaber des Ausgleichsanspruchs die Stellung als Aktionär durch einen Squeeze out, müssen die Verhältnisse der Gesellschaft unter Hinnahme nachteiliger Weisungen ermittelt werden. Das Gesetz erlaubt die Übertragung von Vermögenswerten vom beherrschten auf das herrschende Unternehmen im Rahmen eines Beherrschungsvertrages. Dies war eine vom Gesetzgeber in § 291 AktG bewusst geschaffene Möglichkeit, die Geschäftspolitik des beherrschten Unternehmens an Konzerninteressen auszurichten und diesem auch nachteilige Weisungen zu erteilen. Der Gesetzgeber hat ausreichende, die Vorgaben aus Art. 14 Abs. 1 GG beachtende Schutzmechanismen geschaffen, indem er den außenstehenden Aktionären die Wahl zwischen Ausscheiden gegen Abfindung oder Verbleib bei Ausgleich gibt. Der den Ausgleich wählende Aktionär muss folglich Vermögensverschiebungen der beherrschten Gesellschaft hinnehmen, da er aufgrund der gesetzlichen Zulässigkeit derartiger Maßnahmen in § 308 AktG damit rechnen musste und er durch die Möglichkeit des Ausscheidens gegen eine angemessene Abfindung davor geschützt wird. Der Wunsch, auch an der wirtschaftlichen Entwicklung des beherrschten Unternehmens in einer Weise teilzunehmen, als ob es den Unternehmensvertrag nicht gebe, wird vom Gesetz nicht geschützt (vgl. OLG Stuttgart AG 2010, 510, 511; OLG Düsseldorf NZG 2005, 280, 283 f). Eine fiktive Planung, die dann durchzuführen wäre, entspricht nicht den Grundsätzen einer Stand-Alone-Bewertung, die sich an den Verhältnissen am Stichtag orientiert (vgl. auch zutreffend LG München, Beschluss vom 6. November 2013, 5 HK O 2665/12, BeckRS 2013, 21493).

ddd) Aus diesem Grunde müssten die Minderheitsaktionäre der Gameforge Berlin AG es hinnehmen, wenn dem Unternehmen nach dem 1. Januar 2015 keine ausreichenden personellen oder finanziellen Mittel für Ersatzinvestitionen in weitere Spielelizenzen mehr zur Verfügung stehen. Aus denselben Erwägungen heraus musste auch nicht näher untersucht werden, welche Ressourcen der ehemaligen Frogster Interactive Pictures AG die Antragsgegnerin nach Wirksamwerden des Unternehmensvertrages auf sich selbst oder auf weitere Tochterunternehmen verlagert hat. Eine fiktive Rückzuordnung zur Gameforge Berlin AG im Rahmen der Ertragswertermittlung hatte nämlich nicht zu erfolgen.

cc) Die Ermittlung des Ertragswerts haben sich sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin am Standard IDW S 1 orientiert. Die vorliegend verwendete Planung der Gesellschaft weist im Rahmen einer Bewertung nach diesem Standard allerdings die Besonderheit auf, dass lediglich eine Detailplanungsphase existiert, die im Jahr 2017 endet, ohne dass für die anschließende Zeit eine so genannte ewige Rente mit dauerhaften Zuflüssen modelliert wird. Gerade diese Phase trägt nach der Bewertungsarithmetik des IDW S1 regelmäßig in erheblichem Umfang zum Gesamtwert eines Unternehmens bei.

Entsprechend wird von den meisten Antragstellern und dem gemeinsamen Vertreter auch vor allem kritisiert, dass das Geschäft der Gesellschaft nach der vorliegenden Planung unter Nutzung der zum Stichtag noch bestehenden Spielelizenzen nur noch bis zu deren „Erschöpfung" fortgesetzt werden und im Anschluss infolge des Unterbleibens von Ersatzinvestitionen „auslaufen" soll. Der Antragsteller zu 11) meint, dass es aus diesem Grunde von vornherein an einer ordnungsgemäßen Bewertung der Gesellschaft fehlt.

aaa) Nach Ansicht der Kammer kann insoweit allerdings nicht allein darauf abgestellt werden, dass einer Unternehmensbewertung nach IDW S1 grundsätzlich die „going concern"-Prämisse zugrunde liegt, die von einer unendlichen Fortdauer des Unternehmens ausgeht. Dieser Ausgangspunkte mag für die ganz überwiegende Anzahl aller Bewertungsfälle zutreffend sein. Gegenstand einer Bewertung ist aber stets das konkrete Unternehmen mit dessen Besonderheiten, so dass sich eine allzu förmliche Betrachtung verbietet.

bbb) Die Kammer hielt die Planung in Ansehung der Vergangenheitsentwicklung und der Marktsituation der Gameforge Berlin AG letztlich für plausibel, so dass entgegen der Forderung einiger Antragsteller keine vollständige Neubewertung des Unternehmens durchzuführen war. Darüber hinaus war davon auszugehen, dass auch eine zu Gunsten der Minderheitsaktionäre denkbare Anpassung einzelner Prämissen und Parameter der Ertragswertberechnung nicht geeignet wäre, zu einem oberhalb der gewährten Barabfindung liegenden Unternehmenswert zu gelangen.

ccc) Die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Planung der Gameforge Berlin vom 28. März 2013 beziehungsweise 8. April 2013 sieht vor, dass der Betrieb der drei zum Bewertungsstichtag im Portfolio der Gesellschaft verbliebenen Spieletitel – Runes of Magic, TERA und RaiderZ – bis zum Auslaufen der von den jeweiligen asiatischen Entwicklern erteilten Lizenzen fortgesetzt wird. Der Standort Berlin sollte bereits zum Ende des Jahres 2013 geschlossen und die Durchführung des operativen Geschäfts der Gesellschaft auf die Antragsgegnerin in Karlsruhe übertragen werden. Zwar sollten die hierbei entstehenden

Aufwendungen auf die Gameforge Berlin weiterbelastet werden, der Vorstand versprach sich durch die entstehenden Skaleneffekte jedoch Effizienzgewinne und damit einhergehende Einsparungen, vor allem im Bereich der Personalaufwendungen.

Sowohl im Zeitpunkt der Aufstellung der Unternehmensplanung als auch im Bewertungsstichtag betrieb die Gameforge Berlin AG lediglich die drei genannten Spiele auf eigenen Servern beziehungsweise auf den Systemen der Antragsgegnerin. Weder hatte die Gesellschaft Lizenzen für weitere Titel erworben noch bestand eine Kooperation mit einem oder mehreren Herstellern von Spielesoftware, welche die Entwicklung von neuen Titeln für die nähere oder fernere Zukunft vorsah. Investitionen in neue Lizenzen waren auch für die Zeit nach Beendigung des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ab dem 1. Januar 2015 nicht geplant.

ddd) Die bestehenden Lizenzen wiesen zum einen eine vertragliche sowie zum anderen ein rein faktisch bestehende zeitliche Begrenzung auf. So läuft die Lizenz für den erfolgreichsten Titel der Gameforge Berlin, Runes of Magic, nach der Vereinbarung mit dem Entwicklerstudio im April 2017 aus. Gleichfalls noch bis April 2017 soll der Planung nach das Spiel TERA angeboten werden. Insoweit ging das Management im Zeitpunkt der Planerstellung davon aus, den bis 2015 laufenden Lizenzvertrag mit dem Studio Bluehole bis zu diesem Zeitpunkt verlängern zu können. Im Oktober 2017 endet schließlich die Lizenzvereinbarung für den im August 2012 gestarteten Titel RaiderZ. Da es sich hierbei von der Qualitätsstufe her um einen Titel der so genannten „zweiten Reihe" handelt, war dessen Lebenszyklus nach Ansicht des Vorstands von vornherein auf fünf Jahre begrenzt, so dass ein wirtschaftlicher Weiterbetrieb nach Ablauf eines solchen Zeitraums nicht mehr gewährleistet werden könnte.

eee) Für die Frage, ob die Planung insbesondere im Punkt der Beendigung der Tätigkeit des Unternehmens Ende 2017 als unplausibel und damit korrekturbedürftig einzustufen ist, bedurfte es zunächst einer näheren Analyse der den Erfolg der Gesellschaft beeinflussenden allgemeinen Faktoren. Hierbei handelt es sich zum einen um die im Bewertungsstichtag vorliegenden Marktprognosen für das Geschäftsfeld der Computerspiele, die konkrete Position der Gameforge Berlin AG innerhalb dieses Marktes, die Unternehmensentwicklung in der Vergangenheit und schließlich um die Leistungsfähigkeit der Gesellschaft als „Stand-Alone"-Unternehmen nach dem Ende des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages mit der Antragsgegnerin zum 1. Januar 2015.

fff) Bei dieser Betrachtung war zunächst zu berücksichtigen, dass es sich beim Markt für Computerspiele um ein relativ inhomogenes Geschäftsfeld handelt, welches auf der einen Seite unterschiedliche Typen von Spielen umfasst, die sich durch Spielinhalte und –abläufe sowie den

erforderlichen Zeitaufwand deutlich voneinander unterscheiden. Auf der anderen Seite existieren auch verschiedene Plattformen zur Ausführung der Software, von lokalen Computern über Konsolen bis hin zu mobilen Geräten wie Smartphones und Tablets. Konkret auf das Geschäftsmodell der Gesellschaft mit Rollenspielen bezogen dürfte weiter zu differenzieren sein zwischen Spielen, welche als Client-based MMORPGS die Installation einer Software auf dem lokalen Computersystem erfordern und solcher Spielesoftware, die ortsungebunden entweder im Browser oder auf Mobilgeräten abläuft. Vor diesem Hintergrund erscheint es vom Grundsatz her als ausgesprochen problematisch, die erwarteten Wachstumschancen für das gesamte Geschäftsfeld der Onlinespiele auf die Gameforge Berlin AG zu übertragen, da diese lediglich ein begrenztes Marktsegment bedient (hat).

Darüber hinaus war von Bedeutung, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft ausschließlich in der Einlizenzierung und Lokalisierung von Drittsoftware besteht, ohne dass Know-How oder Programmierkapazitäten für die Herstellung neuer Spiele bestehen. Das Modell kann daher von vornherein nicht mit dem Geschäft von Originäranbietern wie etwa Electronic Arts verglichen werden.

ggg) Vor diesem Hintergrund konkurriert die Gesellschaft mit anderen reinen Publishern und Plattformbetreibern um den Erwerb von Spielelizenzen der ganz überwiegend in Asien ansässigen Entwickler.

Die Barabfindungsprüferin stellt in ihrem Gutachten fest, dass im Markt für MMOGs seit 2011 mehrere, zum Teil gegenläufig wirkende, Entwicklungstendenzen zu beobachten gewesen sind. Zum einen hatte sich die Anzahl der MMOGs bis zur Mitte des Jahres 2012 fast verdoppelt. Zum anderen ist auch die Zahl der Anbieter derartiger Spiele gestiegen. Dabei handelt es sich bei den neu in den Markt eingetretenen Wettbewerbern unter anderem um ein Tochterunternehmen der ProSiebenSat.1 Media AG, welches von Synergieeffekten mit der Muttergesellschaft profitiert, etwa im Rahmen von Werbung auf den von dieser betriebenen Fernsehsendern. Daneben treten die asiatischen Spielehersteller im europäischen Markt zunehmend selbst als Vermarkter der von ihnen hergestellten Titel auf und übergehen damit ihre zuvor zwischengeschalteten Lizenznehmer. Dem erhöhten Angebot von Spielen, welches isoliert betrachtet positiv zu werten wäre, steht damit eine steigende Anzahl von zum Teil sehr marktstarken Mitbewerbern gegenüber. Soweit die Softwarehersteller ihre Titel selbst vermarkten, nimmt das Angebot von für Drittanbieter wie die Gameforge Berlin AG lizenzierbaren Titeln ab. Die Konkurrenzsituation wird durch den Umstand verschärft, dass die Nutzerzuwächse mit dem steigenden Angebot nicht Schritt halten (vgl. Prüfbericht S. 22).

hhh) Im Hinblick auf die insgesamt negative Einschätzung der weiteren Erfolgsaussichten der Gesellschaft, die in der Planung zum Ausdruck kommt, mag es sein, dass diese sich nicht unbedingt in denjenigen Marktstudien wieder findet, auf die Bewertungsgutachterin und Prüferin Bezug nehmen. So ist den Antragstellern zuzugeben, dass vor allem Onlinespielen auf dem deutschen Markt für die absehbare Zukunft ein weiteres erhebliches Wachstumspotenzial bescheinigt wird. Die gerichtlich bestellte Prüferin führt auf S. 21 ihres Berichts aber auch aus, dass die Wachstumsraten im Europäischen Raum bereits seit 2008 im Sinken begriffen sind. Betrug die Wachstumsrate von 2007 auf 2008 noch rund 27 % ist diese von 2010 auf 2011 bereits auf weniger als die Hälfte gesunken, nämlich auf 12 %.

In der allgemein zugänglichen -Studie „Videogames in Deutschland" vom August 2012 wird darüber hinaus die Erwartung geäußert, dass sich die Verhältnisse auf diesem Markt wegen steigender Anforderungen der Spieler an die Qualität der Spiele ändern und kleinere Unternehmen zunehmend Schwierigkeiten haben werden (Studie S. 11 und 37). Dies gilt vor allem hinsichtlich der Finanzierung, da die erforderlichen Budgets, bedingt durch die steigende Erwartungshaltung der Nutzer, um ein vielfaches steigen werden (Studie S. 43). Damit potenziert sich das Risiko für kleine, unabhängige Unternehmen, bei Misserfolg eines Spiels aufgeben zu müssen. Ein weiteres Problem bei MMOGs besteht auch darin, dass es – gegebenenfalls mit Ausnahme von im Browser ablaufender Software – nicht möglich ist, eine Multiplattform-Strategie zu verfolgen, in der ein Erfolgstrend für die Zukunft gesehen wird. Generell handelt es sich um einen eher volatilen Markt wie auch der Niedergang des noch vor kurzer Zeit als „Aushängeschild" der Branche geltenden Unternehmens Zynga zeigt.

iii) Die Betrachtung der Verhältnisse der Gesellschaft selbst ergibt ein zwiespältiges Bild, wie auch die Barabfindungsprüferin festgestellt hat. Bei der Gesellschaft handelt es sich um ein eher kleines Unternehmen, welches – anders als der Antragsteller zu 27) etwa behauptet – keine Alleinstellungsmerkmale für sich in Anspruch nehmen kann. Insbesondere handelt es sich bei der Gameforge Berlin AG entgegen der Darstellung einer Anzahl von Antragstellern, wie bereits oben ausgeführt, gerade nicht um einen Spieleentwickler, da sich die Tätigkeit der Gesellschaft auf die Einlizenzierung von asiatischen Spieletiteln beschränkt.

Dem außergewöhnlichen Erfolg des Spiels „Runes of Magic" in der Vergangenheit stehen eher weniger erfolgreiche und hinter den Erwartungen bleibende (wie das Spiel TERA) bis verlustbringende Investments (Projekt X, RaiderZ) gegenüber, die bereits bis zum Stichtag zu deutlichen Verlusten geführt haben. Die Antragsgegnerin weist insoweit unbestritten darauf hin, dass sie in den Jahren 2011 und 2012 Verluste der Gesellschaft in Höhe von rund 14,4 Mio. € habe übernehmen müssen. Angesichts der Größenordnung dieses Betrages liegt die Vermutung

fern, dass die Antragsgegnerin diese Verluste aus strategischen oder steuerlichen Gründen bewusst in Kauf genommen hat. hat darüber hinaus in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 9. November 2014 die von der Gameforge Berlin GmbH betriebenen Projekte im Zeitraum ab März 2010 zusammengestellt. Von den insgesamt 12 Spiele-Projekten, welche die Gesellschaft begonnen hatte, wurden sieben entweder nie veröffentlicht oder der Betrieb bereits kurze Zeit nach ihrer Veröffentlichung wieder eingestellt.

jjj) Allein daran zeigt sich, dass neben der allgemeinen Konkurrenzsituation auch hinsichtlich der Erfolgswahrscheinlichkeit bei der Einführung neuer Spiele erhebliche Unsicherheiten bestehen. Zum Teil hohen Investitionskosten, insbesondere auch für die Lokalisierung von Titeln, stehen im Fall eines Misserfolgs keine laufenden Erträge gegenüber. Da für den Erfolg eines Titels auf dem Markt auch subjektive Erwartungen und Präferenzen der Spieler eine nicht unerhebliche Rolle spielen, lassen sich nur schwer objektive Kriterien entwickeln, unter deren Heranziehung insoweit eine hinreichend sichere Erfolgsprognose getroffen werden könnte. Auch die Kopie oder Modifikation bereits auf dem Markt befindlicher Titel dürfte keine Garantie für einen sicheren Erfolg bieten, da sich die Vorlieben des Publikums für ein bestimmtes Spielekonzept jederzeit ändern können.

Damit stehen den allgemein fortbestehenden Wachstumsaussichten im Markt der Onlinespiele wesentliche Risiken gegenüber, die sich bei der Gameforge Berlin AG in Form erheblicher Verluste in den vor dem Stichtag liegenden Zeiträumen bereits realisiert haben. Vor diesem Hintergrund war die Entscheidung der Geschäftsleitung, die bestehenden Lizenzen noch zu verwerten und das Geschäft nach deren Erschöpfung auslaufen zu lassen, nicht als unplausibel anzusehen. Insoweit verkennt etwa die Argumentation des Antragstellers zu 8) den Umstand, dass die Entscheidung, das Geschäftsmodell auslaufen zu lassen, nicht lediglich mit der stets gegebenen Unsicherheiten über den Erfolg künftiger Spiele begründet wird, sondern ganz wesentlich auf die erheblichen Liquiditätsabflüsse durch die Misserfolge in der Vergangenheit zurückzuführen ist.

kkk) Die Antragsteller haben der von der Barabfindungsprüferin letztlich bestätigten Analyse der konkret negativen Marktchancen der Gameforge Berlin AG mit Ausnahme der Hinweise auf die positiven Einschätzungen von Analysten für die Entwicklung des Gesamtmarktes keine konkreten Argumente entgegengesetzt, welche die Einschätzung der Prüferin, welche durch die Kammer geteilt wird, als unzutreffend erscheinen lassen könnten.

Soweit etwa die Antragsteller zu 8) und 35) einwenden, die Gesellschaft habe zahlreiche neue Spiele am Markt eingeführt war dies so nicht zutreffend. Die fraglichen Titel stammen nicht aus

dem Portfolio der Gameforge Berlin AG, sondern werden von der Antragsgegnerin beziehungsweise deren Tochtergesellschaftern vermarktet und betrieben. Insoweit kann die erfolgreiche Einführung neuer Titel durch die Antragsgegnerin auch nicht als Indiz für die bewusste Fehleinschätzung des Potenzials der Gameforge Berlin AG gewertet werden. Es handelt sich bei sämtlichen Spielen nicht um MMORPGs, welche – theoretisch – auch von der Gesellschaft hätten übernommen werden können.

Wegen der in den Jahren 2010 bis 2012 entstandenen Verluste war auch der Einwand des Antragstellers zu 11) unberechtigt, dass die Antragsgegnerin lediglich beabsichtigt, den erheblichen Wert des operativen Geschäfts der Gameforge Berlin „an sich zu reißen". Mit Ausnahme der drei im Juni 2013 noch betriebenen Spiele war nicht zu erkennen, welche in Planung und Wertgutachten nicht aufgedeckten Werte mit der Strukturmaßnahme auf die Antragsgegnerin übergeleitet werden sollten. Dies gilt auch für besonderes „Know-How" der Gesellschaft. Ein solches ist zum einen auch von Antragstellerseite her nicht definiert worden. Zum anderen hat die Antragsgegnerin auch vor der (faktischen) Übernahme der damaligen Frogster Interactive Pictures AG erfolgreich ein im Wesentlichen vergleichbares Geschäftsmodell betrieben.

III) Die von der Antragsgegnerin vorgelegte Planung, welche der Ertragswertberechnung zugrunde lag, war auch im Detail nicht als unangemessen anzusehen, das genaue Gegenteil war der Fall. Der von auf Veranlassung der Kammer vorgenommene Vergleich der Planzahlen mit den tatsächliche erzielten Umsatzerlösen der von Gameforge Berlin betriebenen Spiele in den Jahren 2013 und 2014 zeigt, dass die Planungsrechnung durchgehend (deutlich) zu positiv war. Anhaltspunkte für bewusst pessimistische Prognosen mit dem Ziel, die zu leistende Abfindung zu reduzieren, finden sich damit auch bei dieser (Hilfs-) Betrachtung nicht:

Die Erlöse für die drei im Bewertungsstichtag von der Gesellschaft noch betriebenen Spiele sind zum Teil deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben. So erzielte das Spiel Runes of Magic nach den Feststellungen der Barabfindungsprüferin im Schreiben vom 9. November 2014 im Zeitraum 2013 bis 2014 lediglich 68 % beziehungsweise 69 % der in der Managementplanung vorgesehenen Umsätze. Auch die mit dem Spiel Tera erzielten Umsätze blieben in beiden Jahren hinter den Erwartungen der Gesellschaft zurück, wobei das entsprechende Delta in 2014 bei -46 % lag. Noch negativer verlief die Entwicklung bei dem erst im Oktober 2012 gestarteten Titel RalderZ. Dieser erwies sich wirtschaftlich letztlich als völliger Fehlschlag, da die Umsätze mit rund 290.000,00 EUR in den ersten Monaten des Jahres 2013 weit hinter dem geplanten Umsatzvolumen in Höhe von 2,3 Mio. EUR zurückblieben. Der Titel wurde daraufhin einstellt, so

dass ab dem Jahr 2014 faktisch keine Umsätze mehr erzielt wurden während die Planung von solchen im Millionenbereich noch bis zum Auslaufen des Lizenzvertrages im Jahr 2017 ausging.

Nach Auffassung der Kammer lag die Annahme fern, dass die Antragsgegnerin die Umsätze mit den Spielen der Gameforge Berlin AG bewusst reduziert hat, um den Unternehmenswert zu verringern, da sie die hiermit verbundenen negativen wirtschaftlichen Folgen fast vollständig selbst zu tragen hatte.

dd) Aufwand

aaa) Die in der Planung enthaltenen Aufwandsprognosen sind entgegen der Auffassung vor allem der Antragsteller zu 2) bis 6) nicht als überzogen anzusehen. Insbesondere war nichts dafür ersichtlich, dass die Gesellschaft angesichts des beabsichtigten Auslaufens der angebotenen Spiele auf jegliche Marketingmaßnahmen verzichten könnte. Die Antragsgegnerin argumentiert nachvollziehbar, dass solche Maßnahmen zum einen geeignet sind, das frühzeitige „Abwandern" von Spielern zu verlangsamen und auf diese Weise unmittelbar dazu beitragen, die prognostizierten Erlöse zu erzielen. Zum anderen macht die Antragsgegnerin geltend, dass die mit den Softwareherstellern vereinbarten lizenzvertraglichen Bestimmungen Regelungen zur Durchführung von Marketingmaßnahmen enthalten, was von der Barabfindungsprüferin innerhalb ihrer Feststellungen bestätigt worden ist (Prüfgutachten S. 36). Darüber hinaus sieht die Planung der Gesellschaft im Laufe der Detailplanungsphase infolge der fortgeschrittenen Reife der Spiele proportional wachsende, am Umsatz orientierte Abschläge vor.

bbb) Die weiteren Aufwandsposten sind in der Planung bereits weit gehend reduziert, indem für die Fortführung des Betriebes der Gameforge Berlin nach der Schließung des eigenen Standorts eine Inanspruchnahme von Ressourcen der Antragsgegnerin vorgesehen ist. Gegenüber der Vorhaltung eigener Räume und eigenen Personals ergeben sich auf diese Weise durch Skaleneffekte erhebliche Kosteneinsparungen und ein im Verhältnis zum Umsatz im Vergleich zu Vergangenheitswerten deutlich reduzierte Aufwendungen.

In diesem Zusammenhang sind, entgegen der Kritik der Antragstellerin zu 19), auch die im Zeitpunkt der Strukturmaßnahme noch denkbaren Synergien zwischen der Gameforge Berlin und der Antragsgegnerin berücksichtigt worden. Soweit die Antragstellerin zu 19) weitere „starke Synergiepotenziale" verortet bleibt offen, in welchen Bereichen sie diese sieht. Die Antragsgegnerin hat in der Anhörung vom 18. November 2014 darüber hinaus darauf hingewiesen, dass mit den Zahlungspartnern ausgehandelt worden sei, dass diese der Gameforge Berlin dieselben, besseren Konditionen gewähren wie der Antragsgegnerin selbst. Anlass dafür,

abseits des konkreten Vorbringens der Verfahrensbeteiligten nach weiteren Synergiepotenzialen zu forschen, bestand für die Kammer nicht.

ccc) Im Übrigen gilt, dass Änderungen an diesem Posten weder isoliert noch kumulativ dazu führen könnten, dass der Ertragswert die gewährte Barabfindung übersteigt oder auch nur annähernd erreicht.

ee) Ewige Rente

Die weiteren von Seiten der Antragsteller gegen das Fehlen einer Fortführungsphase im Rahmen des Ertragswertkalküls vorgebrachten Einwendungen konnten nicht überzeugen:

aaa) Die Erwägungen der Antragstellerin zu 31) zur Frage der Plausibilität der Endlichkeit des Geschäfts der ehemaligen Gameforge Berlin AG gehen fehl. Wenn sie geltend macht, die Antragsgegnerin hätte den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag bei wirtschaftlicher Betrachtung kündigen müssen, ist darauf hinzuweisen, dass dieser lediglich einen festen Beendigungstermin zum 31. Dezember 2014 vorsah. Eine vorzeitige Kündigung des Vertrages vor diesem Zeitpunkt wäre nach Maßgabe der Ziffer 6.3 des Vertrages nur aus wichtigem Grund zulässig gewesen. Ein solcher könnte aber nicht in den erheblichen Verlusten der Gesellschaft gesehen werden, da sich insoweit nur das von der Antragsgegnerin übernommene Vertragsrisiko realisiert hat.

bbb) Soweit einige Antragsteller meinen, die Antragsgegnerin hätte nach dem Jahr 2017 eine weitere Verlängerung der Lizenz für „Runes of Magic" in die Planung der Gameforge Berlin AG aufnehmen müssen, da sie nicht hinreichend dargelegt habe, dass eine solche nicht möglich sein, vermochte sich die Kammer dem nicht anzuschließen.

Wie die Barabfindungsprüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 9. November 2014 zutreffend ausführt, wäre eine Verlängerung der Lizenz über die mit dem asiatischen Lizenzgeber vertraglich bis April 2017 vereinbarte Laufzeit hinaus angesichts des fortgeschrittenen Lebenszyklus des Spieles und des bereits am Markt platzierten Nachfolgetitels wirtschaftlich nicht sinnvoll. Wie die Entwicklung der Anzahl der Spieler deutlich zeigt, besitzen MMORPGs nur eine begrenzte Lebensdauer, wobei der Lebenszyklus eines Titels in der Regel in Form eines Trapezes verläuft. Nach einer Anlauf- und einer länger dauernden „Plateauphase" tritt eine deutliche Abschmelzung der Spielerzahlen ein. Dies hängt zum einen mit der gesättigten „Neugier" der Spielergemeinde zusammen, wobei das Interesse an einem Titel allerdings durch Updates des Spieles und den Wert, den die innerhalb des Spiels getätigten Käufe für die Teilnehmer darstellen,

für eine gewisse Zeit stabil gehalten werden kann. Zum anderen veraltet im Lauf der Zeit die technische Grundlage eines Spieletitels, wobei hier insbesondere die Qualität der grafischen Darstellung im direkten Vergleich mit Neuentwicklungen nicht mithalten kann.

Vor diesem Hintergrund ist es plausibel, dass es für den Betreiber eines MMORGS bei zunehmendem Alter eines Spiels ab einem bestimmten Zeitpunkt nicht mehr sinnvoll ist, einer stetig sinkenden Spielerzahl den Titel weiterhin zur Verfügung zu stellen. Da die Inanspruchnahme der Grundleistung durch die Spieler bei F2P-Titeln keine Einnahmen generiert und negative Skaleneffekte in Form von Serverkapazitäten als begrenzt anzusehen sind, kommt es zwingend zu einem Punkt, an welchem die Betriebskosten die Einnahmen durch die Käufe von Gegenständen durch die Spieler übersteigen. Die Amortisation weiterer Lizenzkosten ist in einem solchen Szenario dann nicht mehr zu erwarten, so dass eine Lizenzverlängerung wirtschaftlich nicht darstellbar ist. Die Fehlerhaftigkeit einer dies berücksichtigenden Planung war nicht ersichtlich.

ccc) Schließlich war für den Fall, dass man – wie der Antragsteller zu 20) – die Modellierung einer Rentenphase für erforderlich halten wollte, nicht ersichtlich, welche Prämissen einem solchen Modell im vorliegenden Fall zugrunde gelegt werden sollten.

Zwar entstehen nach der Planung in den Jahren 2014 bis 2017 Überschüsse, welche theoretisch in den Erwerb neuer Spielelizenzen reinvestiert werden könnten. Es bliebe jedoch völlig offen, welche Umsätze und Gewinne angesichts der oben geschilderten Unsicherheiten für fiktive Spiele zu unterstellen wären. Die Vergangenheitsentwicklung der Ergebnisse der Gameforge Berlin AG zeigt, dass diese seit der Umstellung des Unternehmenskonzepts auf den Betrieb von MMORPGs wenig linear verlaufen ist. Dem Erfolg von „Runes of Magic" standen weniger erfolgreiche Investments sowie Fehlinvestitionen gegenüber, die zu den oben bereits angesprochenen Abschreibungen in erheblicher Höhe geführt haben. Ein „eingeschwungener Zustand" ist in den Jahren ab 2010 zu keinem Zeitpunkt auch nur ansatzweise erreicht worden, so dass es kaum möglich erschiene, im Wege der Schätzung einen Ergebniskorridor zu ermitteln, in dessen Grenzen ein nachhaltiges Ergebnis abgeleitet werden könnte. Darüber hinaus könnte im Rahmen der theoretischen Betrachtung einer fiktiven Planung der Gesellschaft für den über das Jahr 2017 hinausgehenden Zeitraum nicht unterstellt werden, dass Folgeinvestitionen der Gesellschaft durchweg erfolgreich wären und zur Erzielung dauerhaft positiver Ergebnisse führen würden.

ddd) Daher kann, anders als die Antragsteller zu 25) und 26) verlangen, nicht unterstellt werden, dass der Durchschnitt der in der Planung für die Jahre 2013 bis 2016 vorgesehenen Erlöse als dauerhafter Ertrag angesetzt wird.

Einer solchen Annahme stünde zum einen die Analyse der vorangegangenen Entwicklung entgegen. Zum anderen sind die Antragsteller auch der Behauptung der Antragsgegnerin nicht entgegengetreten, dass es künftig deutlich schwieriger sein wird, erfolgversprechende Lizenzen für MMORPGs auf dem Markt zu erwerben. Eine Wiederholung des wirtschaftlichen Erfolgs von „Runes of Magic" mit einem künftigen Titel kann zwar nicht unbedingt ausgeschlossen werden, die Wahrscheinlichkeit hierfür ist aber nicht allzu hoch. Dies zeigt auch das von der Antragsgegnerin erwähnte Beispiel des Titels „Dragon`s Prophet", der vor der Veröffentlichung durch die Infernum Productions AG von der Gameforge Berlin AG und der asiatischen Runewaker Entertainment als „Projekt X" entwickelt worden ist. Offensichtlich konnten die durch den Betrieb dieses Titels verursachten Kosten durch die Einnahmen nicht gedeckt werden, da Infernum Ende 2014 Insolvenz anmelden musste.

Es erschiene auch keinesfalls sicher, dass als Alternative konstante Umsätze mit einem Portfolio mäßig erfolgreicher „Mainstream-Spiele" erzielt werden könnten. Wie die Erfahrung mit „RaiderZ" zeigt, kann auch ein von vornherein als B-Titel gestartetes Spiel die insoweit reduzierten Prognosen deutlich verfehlen. Mangels Erfahrungen der Gesellschaft in anderen Spielesegmenten kann auch nicht unterstellt werden, dass eine erfolgreiche Diversifikation, etwa im Mobilsegment, stattfinden wird, da in diesem Markt bereits eine Vielzahl von Mitbewerbern aktiv und nicht ersichtlich ist, dass noch zu besetzende „Nischen" zur Verfügung stehen.

eee) Schließlich hat die Barabfindungsprüferin in der Anhörung vom 18. November 2014 die Ergebnisse einer Hilfsrechnung mitgeteilt, welche zum einen die Prämisse zugrunde legt, dass der in der Planung unterstellte Ergebnisverlauf der Jahre 2013 bis 2017 einem typischen Fünfjahreszyklus entspricht und das hierbei erzielte durchschnittliche Ergebnis von 4 Mio. EUR pro Jahr auf Dauer fortgeschrieben werden kann. Zum anderen hat die Prüferin unterstellt, dass wegen der Verluste der Gesellschaft in der gesamten Rentenphase verwertbare steuerliche Verlustvorträge existieren. Auch unter Verwendung dieses - nach Auffassung der Kammer realitätsfernen - Ansatzes ergibt sich bei unveränderter Beibehaltung der sonstigen Planung sowie der im Prüfgutachten verwendeten Parameter für den Kapitalisierungszinssatz ein Ertragswert von lediglich 23,95 EUR pro Aktie.

Wenn die Antragsteller zu 25) und 26) demgegenüber einen Ertragswert von 35,71 EUR je Aktie ermittelt haben wollen, ließ sich deren Berechnung mangels Offenlegung nicht nachvollziehen und war damit nicht geeignet, die Richtigkeit der Feststellungen der Prüferin in Zweifel zu ziehen.

fff) Der Hinweis der Antragsteller zu 23) und 24) auf die im Verfahren 102 O 105/11 SpruchG vorgelegte Planung war grundsätzlich unbeachtlich. Zwischen dem dortigen Bewertungsstichtag, dem 28. Juni 2011, und dem im hiesigen Verfahren maßgeblichen Stichtag liegt ein Zeitraum von fast zwei Jahren. Zwar mag die Erwartung eines nachhaltig zu erzielenden Ergebnisses in Höhe von 6,3 Mio. € im Sommer 2011 realistisch gewesen sein, was angesichts der von der Kammer im Verfahren 102 O 105/11 SpruchG durchgeführten Beweisaufnahme noch einer endgültigen Klärung bedarf. Dieser Wert kann jedoch nicht ohne weitere Analysen schlichtweg für spätere Bewertungszeiträume übernommen werden, da die Entwicklung des Unternehmens in der Zwischenzeit nicht ausgeblendet werden kann und darf. Ein Vergleich der Unternehmensplanungen kann daher nur sehr bedingt Hinweise auf die (fehlende) Plausibilität der von der Gesellschaft im Sommer 2013 gegenüber ihren Aktionären kommunizierten Ertragserwartungen liefern.

ggg) Die Rüge einiger Antragsteller, der Ansatz eines Wachstumsabschlages von „Null" in der ewigen Rente sei nicht nachvollziehbar, blieb wegen des Fehlens der Phase II in der Unternehmensplanung unverständlich.

4. Äußerungen anderer Marktteilnehmer

Für grundsätzlich wenig geeignet für die Beurteilung der Plausibilität der Managementplanung der Gesellschaft hält die Kammer Verlautbarungen von Konkurrenzunternehmen zu deren Einschätzung der Marktlage, wobei von einigen Antragstellern auf Äußerungen der Gamigo AG Bezug genommen wird. Derartige Veröffentlichungen können regelmäßig nicht als objektive Marktanalysen gewertet werden, sondern haben regelmäßig einen unternehmensspezifischen Hintergrund – etwa die Suche nach Investoren – und können daher von ihrem sachlichen Gehalt her nur schwer eingeschätzt werden.

Die Antragsgegnerin trägt hinsichtlich der konkreten Äußerungen des Vorstands der Gamigo AG unwidersprochen vor, dass diese im Zusammenhang mit der Platzierung einer Unternehmensanleihe am Markt veröffentlicht worden sind.

5. Zustimmung der Hauptversammlung

Schließlich hält die Kammer die Planung auch nicht aus dem Grund für unbeachtlich, dass eine förmlich Zustimmung der Hauptversammlung fehlt, wie einige Antragsteller und der gemeinsame Vertreter geltend machen.

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

b) Die Planung der Gesellschaft beinhaltet auch keine förmliche Auflösung der Gesellschaft im Sinne der §§ 119 Abs. 1 Nr. 8, 262 Abs. 1 Nr. 2 AktG, da im Stichtag noch eine weitere Tätigkeit vorgesehen war. Auf die Frage, ob in nach dem Ablauf von mehreren– konkret vier - Jahren nach der Durchführung der Hauptversammlung die Geschäftstätigkeit eingestellt werden soll, kann es nicht ankommen.

c) Die Kammer hielte es ohnehin für verfehlt, die Frage der Plausibilität der Planung im Rahmen des Spruchverfahrens mit Form- oder Beteiligungsvorschriften des Aktienrechts zu verknüpfen. Zum einen wäre die Antragsgegnerin mit der ihr zukommenden Mehrheit der Anteile ohnehin in der Lage gewesen, jeden rechtlich zulässigen Beschluss zu fassen. Zum anderen ist eine „Stand-Alone"-Planung in einer Squeeze-Out Situation regelmäßig fiktiv, da der Mehrheitsaktionär nach dem Erwerb sämtlicher Aktien in der Mehrzahl der Fälle Konzernierungsmaßnahmen trifft, durch die es zu einer von der Planung abweichenden Zukunftsentwicklung kommt. Dies zeigt sich auch im vorliegenden Fall, in dem die Antragsgegnerin die Gameforge Berlin AG unmittelbar nach dem Abschluss der Strukturmaßnahme in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung umgewandelt und mit einem weiteren Konzernunternehmen verschmolzen hat.

6. Steuerbelastung

a) Unternehmenssteuern

Eine fehlerhafte Berücksichtigung der auf Ebene der Gameforge Berlin anfallenden Unternehmenssteuern war nicht ersichtlich. hat insoweit zutreffend den Anfall von Gewerbe- und Körperschaftssteuer und Solidaritätszuschlag sowie ausländische Ertragssteuern berücksichtigt. Die auf der Ebene der Gameforge Berlin AG als Konzernobergesellschaft bestehenden steuerlichen Verlustvorträge in Höhe von rund 20 Mio. EUR bei Gewerbesteuern und 21,1 Mio. EUR bei der Körperschaftssteuer wurden in vollem Umfang als nutzbar angesehen, auch wenn Bedenken mitteilt, ob diese wegen der in der Vergangenheit durchgeführten Anteilsübertragungen in voller Höhe anerkannt würden. Soweit die Antragstellerin zu 41) meint, die angenommene Steuerbelastung sei dennoch zu hoch fehlt es an weiteren Ausführungen,

inwieweit die von vorgenommenen und von der Barabfindungsprüferin im Ergebnis bestätigten Berechnungen fehlerhaft sein sollen.

Nach alldem waren die im Bewertungsstichtag vorhandenen Verlustvorträge auch nicht als Sonderwert anzusetzen, da dies zu einer unzulässigen Doppelberücksichtigung innerhalb des Bewertungskalküls geführt hätte.

b) Persönliche Steuern

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

aa) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektivierter und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen, noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

bb) Entsprechend sind für die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern zu berechnen, für die der in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % in Ansatz gebracht worden ist. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschlage würde.

cc) Soweit der Antragsteller zu 11) rügt, die geplanten Ausschüttungen könnten steuerfrei aus dem steuerlichen Einlagenkonto im Sinne des § 27 KStG erfolgen, konnte dieser Einwand nicht durchgreifen. Zum einen bedurfte es einer Berücksichtigung des steuerlichen Einlagenkontos schon aus dem Grunde nicht, weil von Seiten des Vorstands der Gesellschaft Ausschüttungen aus dem steuerlichen Einlagenkonto nicht geplant waren und bezüglich derartiger Maßnahmen der unternehmerische Entscheidungsspielraums der Unternehmensführung zu beachten ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 20. Februar 2012, 21 W 17/11, BeckRS 2012, 19401). Zum anderen ist

die Bewertung, wie von der Barabfindungsprüferin eingehend erläutert, hinsichtlich der möglichen Ausschüttungen ohnehin fiktiv, da bestehende rechtliche Sperren nicht beachtet worden sind. Insoweit käme die Annahme steuerfreier Ausschüttungen von vornherein nicht in Betracht. Schließlich wäre auch nicht ersichtlich, dass eine Änderung der Annahmen zur Besteuerung geeignet wäre, den Ertragswert der Gameforge Berlin der angebotenen Abfindung auch nur anzunähern.

7. Kapitalisierungszinssatz

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

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

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Gutachtens von zugrunde gelegten Parameter als überzogen angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes und eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen. Die Kammer sah auf der Basis des Bewertungsgutachtens sowie der Feststellungen der gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin allerdings keine Veranlassung, von den dort in Ansatz gebrachten Werten abzuweichen. Zwar mag insbesondere die Art und Weise der Ermittlung des Betafaktors kritisch diskutiert werden. Im Ergebnis sind die verwendeten Parameter aber vertretbar. Denkbare Adjustierungen in einem noch plausiblen Rahmen wären auch nicht geeignet, die Abfindungshöhe im Sinne der Antragsteller zu beeinflussen.

a) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens von für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 0,25 % vor Steuern für zutreffend.

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

bb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 5. Juni 2013. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle. NZG 1998, 987, 988; Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 56 a und 57 f zu § 305 AktG.; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt, der mehr oder weniger zufällig ist, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325; Großfeld, a.a.O., Rz. 647). Auf diese Weise soll die erforderliche Fristadäquanz wegen der regelmäßig angewandten Bewertungsprämisse einer unendlichen Dauer des Unternehmens hergestellt werden.

dd) An dieser Prämisse fehlte es im vorliegenden Fall jedoch, da die Tätigkeit der Gameforge Berlin nach der Planung bereits im Jahr 2017 enden sollte. Vor diesem Hintergrund war die von

gewählte Vorgehensweise, die Zinsstrukturkurven nur bis zum Jahr 2017 zu berücksichtigen, zutreffend und nicht zu beanstanden.

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

ff) Nach Ansicht der Kammer ist bei der Bildung des Dreimonatszeitraums aber grundsätzlich auf ein mit dem Bewertungsstichtag endenden Zeitraum abzustellen.

Der von ermittelte Basiszinssatz wurde vor dem Hintergrund der Fertigstellung des Bewertungsgutachtens am 16. April 2013 allerdings nicht für einen Dreimonatszeitraum ermittelt, der mit dem Bewertungsstichtag endet, sondern vielmehr für einen solchen von drei Monaten vor dem 31. März 2013 (Anlage 1, S. 25). Dieser Umstand war vorliegend allerdings zunächst unschädlich, da sowohl nach den Feststellung der Barabfindungsprüferin als auch nach eigenen Berechnungen der Kammer die Wahl des „richtigen" Zeitraums nach den Rundungsregelungen des IDW zu keinem niedrigeren – einheitlichen – Zinssatz führen würde.

gg) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken,

dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

hh) Die Barabfindungsprüferin hat alternativ eine Berechnung unter Verwendung periodenspezifischer Zinssätze durchgeführt und ist dabei zu einem Werteffekt von -0,003 EUR je Stückaktie gelangt, so dass die dargestellte Diskussion im vorliegenden Fall mangels greifbarer Auswirkungen auf den Unternehmenswert rein akademischer Natur ist.

ii) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S 1 2008 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz vermindert sich damit für Bewertungszwecke im vorliegenden Fall von 0,25 % auf 0,18 % nach Steuern.

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

b) Marktrisikoprämie

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

aa) Es ist aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in öffentliche Anleihen. Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzrisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – auch von einigen Antragstellern in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüber stehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld, a.a.O., Rz. 677). Zudem steht den begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld, a.a.O., Rz. 678).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapiere rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen

Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld, a.a.O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

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

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

gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren" lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches" Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten

eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

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

ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite (oder auch Unterrendite) ergeben können (Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem

Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

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

ll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen" Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 3. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich – wie bei den Antragstellern zu 2) bis 6) - in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) hat in ihrem Gutachten ohne nähere eigene Begründung eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,5 % angesetzt. Diese orientiert sich an den Vorgaben des FAUB des IDW, die ihrerseits letztlich im Grundsatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff.). Der FAUB empfiehlt seit dem19. September 2012 vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt im Zuge der Finanzkrise die Verwendung einer Marktrisikoprämie nach persönlicher Einkommenssteuer von 5,0 % bis 6,0 %.

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

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Markrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet – wie oben bereits ausgeführt – als in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterhin ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zudem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

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

Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreiht.

pp) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -; Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

qq) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegenden Bewertungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25,00 % zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man beim IDW von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden. Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

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

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

ss) Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls Betrachtungen, die zu dem Ergebnis gelangen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe

– zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt haben soll (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen ergibt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, welche durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin ginge, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

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

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

Die Kammer hält es entgegen der Vorgehensweise der Vertragsprüferin jedenfalls für verfehlt, als Begründung einer denkbaren Erhöhung der Marktrisikoprämie allein auf die Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 abzustellen. Zwar wird zum Teil die Auffassung vertreten, dass die Verlautbarungen des IDW eine anerkannte Expertenauffassung darstellen und als solche eine wesentliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswertes bilden (so OLG Stuttgart,

Beschluss vom 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 106 zitiert nach juris). Auch eine solche Expertenauffassung muss sich jedoch der Anforderung stellen, dass sie in ihrem wesentlichen Kern nachvollziehbar abgeleitet und begründet ist, was vorliegend im Hinblick auf die genannte Empfehlung des FAUB in Ermangelung einer Dokumentation über ihr Zustandekommen nicht festgestellt werden kann.

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

vv) Die Barabfindungsprüferin hat zu dieser Frage in ihrem Gutachten eigene Erwägungen angestellt. Sie hat auf der Basis der von Stehle fortlaufend veröffentlichten Daten sowie allgemein zugänglicher Daten für den Europäischen Aktienmarkt Berechnungen vorgenommen, um die Auswirkungen einer Einbeziehung des Krisenzeitraums ab dem Jahr 2008 auf die aus diesen Daten zu ermittelnde Risikoprämie festzustellen. Dabei ist sie zu dem Ergebnis gelangt, dass jedenfalls eine Erweiterung des Analysezeitraums um die Jahre bis 2011 nicht zu einer höheren Marktrisikoprämie führt (Prüfgutachten Tz. 198).

Die Prüferin führt als Ergebnis ihrer Untersuchungen aus, dass im Rahmen einer objektivierten Ermittlung von Unternehmenswerten eine rein intuitive Erhöhung der Marktrisikoprämie nicht in Betracht kommen kann. Dieser Feststellung schließt sich die Kammer an.

Wenn aufgrund sich verfestigender, aktueller Entwicklungen die Abkehr von der Verwendung einer auf historischen Daten basierenden Marktrisikoprämie für erforderlich gehalten würde, müsste insoweit ein tragfähiges neues Konzept entwickelt werden, woran es bislang jedoch fehlt.

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

xx) Soweit einige Antragsteller die Auffassung vertreten, angesichts der fehlenden Rentenphase in der Planung und des damit fehlenden Risikos des (Miss-) Erfolgs neuer Titel sei der Ansatz eines Risikozuschlages nicht gerechtfertigt, vermochte sich die Kammer dieser Argumentation nicht anzuschließen. Wenn der Antragsteller zu 27) insoweit anmerkt, die in der Planung bis zum 31. Dezember 2017 enthaltenen Erträge müssten so hinreichend prognostizierbar sein, dass jedenfalls von einem minimalen Risiko auszugehen sei, war dies nicht zutreffend. So zeigt bereits die tatsächliche Entwicklung in den Monaten nach dem Bewertungsstichtag, dass die Planannahmen deutlich zu optimistisch waren und damit keineswegs von quasi-risikofreien Zahlungsflüssen ausgegangen werden konnte.

c) Betafaktor

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

aa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein

technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. So hat sich in Wissenschaft und Bewertungspraxis bislang keine einheitliche Auffassung dazu entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance biz 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist.

bb) Die Einschätzung von , dass der eigene historische Betafaktor der Gameforge Berlin AG für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht maßgeblich sein kann, wird von der gerichtlich bestellten Prüferin bestätigt.

erläutert zu diesem Punkt, dass die Aktie der Gameforge Berlin AG nach dem im Juli 2011 durchgeführten Delisting nur noch sporadisch im Freiverkehr gehandelt worden ist. Aus den entsprechenden Transaktionsdaten lasse sich kein valider Betafaktor ableiten.

hat diesen Befund in ihrem Gutachten ausdrücklich bestätigt führt ergänzend aus, dass auch der im Bewertungsstichtag bestehende Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag gegen eine Berücksichtigung des eigenen Betafaktors der Gameforge Berlin AG spreche. Bereits diesen Umstand hielte die Kammer für ausreichend, ein eventuell für einen bestimmten Zeitraum ermittelbares Beta der Gesellschaft jedenfalls für den Zeitraum ab dem 1. Januar 2015 für nicht repräsentativ zu erachten. Während der Dauer des Unternehmensvertrages unterliegen die Ausschüttungen an die Minderheitsaktionäre in Form von Ausgleichszahlungen einem Risiko, welches nicht dem Unternehmensrisiko des beherrschten Unternehmens entspricht. Da die Zahlungen vertraglich garantiert sind, hängen sie nicht davon ab, ob Überschüsse erwirtschaftet werden. Sie sind vielmehr unmittelbar an die Zahlungsfähigkeit des herrschenden Unternehmens gebunden. Es liegt auf der Hand, dass der Markt das Risiko der Leistung von Ausgleichszahlungen anders bewertet als dasjenige des arbeitenden Unternehmens, vor allem wenn dieses – wie hier – in einem relativ volatilen Marktsegment tätig ist. Aus diesem Grunde könnte ein nach dem Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages ermittelter Betafaktor keine hinreichenden Anhaltspunkte für das Risiko der Gameforge Berlin im Rahmen einer „Stand-Alone"-Bewertung liefern.

cc) Soweit der Antragsteller zu 9. den eigenen Betafaktor der Gesellschaft mit 0,41 ermittelt haben will und diesen für maßgeblich hält, teilt er nicht mit, auf welcher Datengrundlage sich ein solcher Wert ergeben soll, so dass die Einwendung bereits aus diesem Grunde ins Leere ging.

dd) Damit war der in Ansatz zu bringende Betafaktor grundsätzlich aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der Gameforge Berlin AG vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln. Zwar liegt der wesentlichen Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend aus den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens abzuleiten sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnes, NZG 2006, 521, 526).

ee) Im vorliegenden Fall bestand die Schwierigkeit allerdings darin, eine Gruppe von hinreichend mit der Gameforge Berlin AG vergleichbaren Unternehmen zu finden, die zudem börsennotiert sind. Die Bewertungsgutachterin hat eine Reihe von Unternehmen aus dem Bereich „Publishing von Online-Spielen und Unterhaltungsmedien" identifiziert und diese in drei verschiedene Gruppen eingeteilt. Die in der Gruppe 1 zusammengefassten Unternehmen sind in Asien ansässige Publisher von MMOGs, in der Gruppe 2 finden sich gleichfalls ausschließlich asiatische Unternehmen, die neben der Veröffentlichung von Online-Spielen weitere Geschäftsbereiche betreiben, während die Gruppe 3 aus drei international tätigen Anbietern von Computerspielen für unterschiedliche Systeme besteht.

ff) Eine auch nur ansatzweise gegebene Vergleichbarkeit dieser Unternehmen mit der Gameforge Berlin AG ist allerdings kritisch zu hinterfragen, da es sich zum einen ausschließlich um im Ausland ansässige und auf anderen Märkten tätige Unternehmen handelt und zum anderen die Geschäftsmodelle nur zum Teil mit einem – insgesamt betrachtet – kleinen Lizenznehmer wie der Gameforge Berlin zu vergleichen sind.

gg) Das gegenüber diesen Unternehmen wegen des veränderten Geschäftsmodells als geringer angesehene Risiko soll nach dem Vorgehen der Bewertungsgutachterin durch einen Mix mit dem durchschnittlichen Betafaktor immobilienhaltender Unternehmen im Rahmen einer Schätzung abgebildet werden. Diese Vorgehensweise entspricht jedoch grundsätzlich nicht der üblichen Vorgehensweise nach IDW S1, bei welcher der Betafaktor entweder aus den Marktdaten des Bewertungsobjekts oder aus dem Durchschnitt der Betafaktoren einer Peer Group abgeleitet wird.

, gelangt auf diese Weise zu einem Betafaktor von 0,8, der letztlich als gegriffen angesehen werden muss.

hh) Die Problematik wird durch bestätigt, da es zur Tz. 219 des Prüfgutachtens ausdrücklich heißt, dass keine börsennotierten Unternehmen in der Größenordnung der Gameforge Berlin AG existieren, welche im weitesten Sinne dem Tätigkeitsprofil und der regionalen Abdeckung der Gesellschaft entsprechen. Von den Unternehmen aus der von zusammengestellten Peer Group hielt die Prüferin drei für grundsätzlich ungeeignet, um in eine Vergleichsgruppe aufgenommen zu werden. Darüber hinaus konstatiert ' , dass die Mehrheit der Vergleichsunternehmen ihre wesentlichen Umsätze mit Videospielen für Konsolen erzielt, einem Geschäftsfeld, auf dem weder die Gameforge Berlin noch die Antragsgegnerin tätig sind. Dennoch hält die Barabfindungsprüferin den von ihr für die modifizierte Peer Group ermittelten bereinigten Betafaktor von 0,98 für maßgeblich, da die Gameforge Berlin AG auch im Planungszeitraum noch dem Risiko des Marktes für Onlinespiele unterliege.

ii) Unter Berücksichtigung der vorliegenden Gutachten sowie der zwischen den Verfahrensbeteiligten ausgetauschten Argumente hielt die Kammer die von vorgenommene Schätzung im Ergebnis dennoch für nicht unplausibel:

aaa) Auch hinsichtlich der von ' zusammengestellten Peer Group bestehen weiterhin erhebliche Bedenken wegen der tatsächlichen Vergleichbarkeit der einbezogenen Unternehmen mit der Gameforge Berlin AG. Die Prüferin hat insoweit selbst einschränkend ausgeführt, dass sich vorliegend lediglich die Frage stellen könne, ob die Peer Group eine „grobe Näherung" an das Bewertungsobjekt abbilden könne.

bbb) Darüber hinaus steht bewertungstheoretisch ohnehin die grundlegende Problematik im Raum, dass die theoretischen Vorgaben des CAPM-Modells lediglich die Aussage stützen, dass Unternehmen mit identischen Betafaktoren auch ein identisches Investitionsrisiko aufweisen. Die in der Praxis regelmäßig unterstellte gegenteilige Feststellung, dass Unternehmen, die in einer bestimmten Anzahl von Parametern miteinander vergleichbar sind auch vergleichbare Betafaktoren aufweisen müssen, ist von der Modellannahme hingegen nicht ohne weiteres abgedeckt.

ccc) Auf der anderen Seite stehen im vorliegenden Bewertungsfall über die von den Bewertern offengelegten Daten hinaus keine tauglichen Erkenntnisquellen zur Verfügung, die einen „besseren" Rückschluss auf die Risikoposition der Gameforge Berlin AG zuließen. Soweit der Antragsteller zu 11) meint, es könne als Branchenbeta auf den Index „DAXsector media"

zurückgegriffen werden, führt dies nicht weiter. Die Antragsgegnerin hat in ihrer Replik vom 31. Juli 2013 zutreffend darauf hingewiesen, dass die in diesem Börsensegment vertretenen Unternehmen mit der Tätigkeit der Gameforge Berlin – erst recht – nichts gemein haben. Auch der Vorschlag des Antragstellers zu 9., eine Peer Group aus SAP, Sage und Dassault zu bilden, blieb in der Sache unverständlich. Eine Nähe des Tätigkeitsprofils der genannten Unternehmen zu einem Publisher von MMOGs war nämlich nicht zu erkennen.

jj) Insgesamt betrachtet sind keine „besseren" Erkenntnismöglichkeiten für das unternehmensindividuelle Risiko der Gameforge Berlin ersichtlich, so dass nur eine Schätzung in Betracht kommt. Dabei ist das Risiko des Geschäftsmodells der Gesellschaft durch die Entscheidung, das Geschäftsmodell auslaufen zu lassen, entgegen der Auffassung von nach Meinung der Kammer durchaus gesunken. Ein niedrigerer Wert als 0,8 dürfte hingegen bei Betrachtung der Ertragsentwicklung in den Jahren ab 2010 realistischer Weise nicht angenommen werden. Das Risiko des plötzlichen „Absturzes" eines Titels in der Beliebtheit der Spieler besteht fort. Das Portfolio der Gameforge Berlin war zudem bereits vor der beschlossenen „Endlichkeit des Geschäftsmodells" nicht hinreichend weit gefächert, um die mit der unerwarteten Erfolglosigkeit von Titeln verbundenen Ausfälle kompensieren zu können. Sie werden damit unmittelbar ergebniswirksam.

kk) Eine maßgebliche Auswirkung auf den Ausgang des Verfahrens konnte aber auch diese Frage nicht haben, da auch eine weitere Absenkung des Betafaktors auf 0,7 oder sogar 0,6 nicht geeignet wäre, zu einem oberhalb der gezahlten Abfindung von 27,26 EUR liegenden Ertragswert je Aktie zu führen.

ll) Die Auffassung des Antragstellers zu 24), dass der in Ansatz gebrachte Betafaktor schon aus dem Grunde überhöht sei, dass er nicht den zum Stichtag abgeschlossenen Unternehmensvertrag berücksichtige, was aber erforderlich sei, da beherrschte Unternehmen ein geringeres Risiko aufwiesen, hielt die Kammer für unzutreffend.

Eine Einbeziehung des Vertrages in die Bewertung würde zum einen gegen den oben bereits erwähnten Grundsatz verstoßen, dass eine Stand-Alone-Bewertung vorzunehmen ist. Zum anderen übersieht der Antragsteller zu 24), dass nach seiner Argumentation für den Fall eines Gewinnabführungsvertrages der Unternehmenswert für die Vertragslaufzeit Null betragen würde, da für die Aktionäre keine ausschüttungsfähigen Überschüsse zur Verfügung stehen. Vor diesem Hintergrund musste nicht mehr auf die vom Antragsteller aufgestellte Behauptung eingegangen werden, dass die Betafaktoren beherrschter Unternehmen stets deutlich unter denjenigen von nicht durch einen Unternehmensvertrag gebundenen Unternehmen liegen.

8. Vorerwerbspreise

Eine Erhöhung des Abfindungsbetrages konnte sich auch nicht aus (Markt-) Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin als Mehrheitsgesellschafterin in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der Gameforge Berlin AG gezahlt hat. Insoweit fehlt nämlich die Entscheidungserheblichkeit, weil Vorerwerbspreise für die Angemessenheit der Barabfindung ohne Bedeutung sind.

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

b) Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen zwar umstritten. Auch aus rein aktienrechtlicher Sicht besteht für deren Berücksichtigung aber gleichfalls kein zwingender Grund, weil zwischen dem Preis einzelner Aktien oder auch Aktienpaketen und dem Wert des Gesellschaftsunternehmens kein unmittelbarer Zusammenhang besteht (so auch Hüffer, a.a.O., Rz. 21 zu § 305 AktG).

c) Soweit in der Literatur weiter die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie" Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. etwa Behnke NZG 1999, 934; wohl auch Emmerich in: Emmerich/Habersack, a.a.O., Rdn. 50 zu § 305), geht dies nach Auffassung der Kammer ebenso fehl wie die zum Teil geäußerte Vermutung, dass in dem Preisaufschlag, den der Mehrheitsaktionär zu entrichten bereit ist, die von diesem vermuteten Synergien zum Ausdruck kommen.

Wie oben bereits erwähnt, spielen Erwerbspreise, die ein Hauptaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out-Verfahren bereit ist zu zahlen, für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Ein solcher Preis hat zu dem „wahren" Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich

Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag" zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. - DAT/Altana; BGH, NZG 2010, 939, 943 - STOLLWERCK; Vetter AG 1999, 569, 572).

9. Multiplikatorbewertung

hat neben der Ermittlung des Ertragswerts die grundsätzliche Möglichkeit erwogen, das im Rahmen der Ertragswertbetrachtung gewonnene Ergebnis im Wege eines Multiplikatorvergleichs zu verproben, diese dann jedoch zu Recht verworfen.

a) Die Bewertung anhand von Multiplikatoren ist gegenüber dem hier zur Anwendung gelangten Ertragswertverfahren nur eine vereinfachte Methode (vgl. WP Handbuch 2008, Abschnitt A, Rdn. 395) und kann folglich auch nur in Ausnahmefällen dazu dienen, die mittels der überlegenen Methode gewonnenen Ergebnisse in Frage zu stellen. Ein solcher Ausnahmefall ist vorliegend nicht gegeben.

b) In diesem Zusammenhang ergeben sich zum einen dieselben Schwierigkeiten wie bei der Zusammenstellung einer „passenden" Peer Group, da die einbezogenen Unternehmen mit der zu untersuchenden Gesellschaft in möglichst vielen wirtschaftlich relevanten Parametern vergleichbar sein müssen, um zu validen Ergebnissen zu gelangen. Dies war anhand der Schwierigkeiten, überhaupt auch nur grob mit der Gesellschaft vergleichbare Unternehmen zu identifizieren vorliegend letztlich ausgeschlossen. Zum anderen weist zutreffend darauf hin, dass sämtlichen auf Multiplikatoren beruhenden Kalkülen eine fortdauernde wirtschaftliche Betätigung der Unternehmen zugrunde liegt, die im Fall der Gameforge Berlin aber gerade nicht stattfinden sollte.

10. Börsenkurs

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

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre nach § 327 a Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können, Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie" deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs (vgl. zu alldem BVerfG, NZG 1999, 931 ff. – DAT / Altana).

c) Unter normalen Umständen stellt ein Verkauf der Anteile an der Börse die alleinige sichere Handlungsalternative der Minderheitsaktionäre dar, um den in der Aktie verkörperten Wert wieder „zu Geld zu machen".

d) Unter Berücksichtigung der Besonderheiten des vorliegenden Bewertungsfalles hält es die Kammer jedoch weder für zwingend noch für geboten, den Börsenkurs der Gameforge Berlin AG im maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme als Untergrenze für die zu leistende Barabfindung heranzuziehen.

e) Die Aktien der Gesellschaft wurden nach dem zum 11. Juli 2011 erfolgten Delisting nur noch im Freiverkehr gehandelt. Sie galten damit nach § 3 Abs. 2 AktG nicht mehr als börsennotiert (für

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

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

g) Die Antragsgegnerin weist aber zu Recht darauf hin, dass verfassungsrechtlich bei einem Squeeze-Out zwar eine Entschädigung zum Verkehrswert geschuldet wird, dieser aber nicht in jedem Fall mit dem Börsenkurs gleichgesetzt werden kann. Auch das Bundesverfassungsgericht hält eine Unterschreitung dann für gerechtfertigt, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (BVerfG, NZG 1999, 931 ff. – DAT / Altana).

h) Aus diesem Grunde bedarf es bei Aktien, die an der Wertpapierbörse lediglich im Freiverkehr gehandelt werden, des besonderen Augenmerks darauf, ob bei ihnen gleichwohl ein so liquider Börsenhandel stattgefunden hat, dass die dabei erzielten Börsenpreise auch den Verkehrswert widerspiegeln. Dies gilt nach einer Auffassung auch für den Fall vorliegender Marktineffizienzen, bei deren Vorliegen der Börsenkurs in keinem Verhältnis zu den fundamentalen Daten des Unternehmens stehen kann. Es kommt nur darauf an, ob der einzelne Aktionär diesen Betrag im Wege einer freiwilligen Desinvestitionsentscheidung jederzeit hätte erzielen können (vgl. auch Ruthardt/Hachmeister, NZG 2014, 41, 44 m.w.N.).

i) Nach einem Delisting, dem Rückzug der Gesellschaft aus dem amtlichen Handel und dem geregelten Markt an allen Börsen, bleibt die Verkehrsfähigkeit der Aktie grundsätzlich bestehen, denn die freie Handelbarkeit wird nicht aufgehoben. Mit dem Börsenrückzug geht aber in der Regel eine erhebliche Beeinträchtigung der Verkehrsfähigkeit der Aktie einher, weil dem Aktionär

ein wesentlicher Teil des Marktes genommen wird, der ihn in die Lage versetzt, den Wert seiner Aktien jederzeit durch Veräußerung zu realisieren (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2010, 1087, 1089). Zudem beruhen Kurse im Freiverkehr wegen der weniger strengen Regeln über die Veröffentlichung kursrelevanter Informationen auf einer weniger umfangreichen Informationsgrundlage der Marktteilnehmer, was sie grundsätzlich in geringerem Maße zur Ermittlung des Unternehmenswerts als geeignet erscheinen lässt (vgl. Arnold/Rothenburg, DStR 2014, 150, 155).

j) Wie gerade erwähnt ist zu berücksichtigen, dass die Publizitäts- und Transparenzvorschriften des WpHG für den Freiverkehr nicht gelten, so dass die Veröffentlichung und Auswertung kursrelevanter Informationen für die in diesem Börsensegment gehandelten Aktien nicht in gleichem Umfang gewährleistet ist wie für die im regulierten Markt zugelassenen Aktien.

k) Ausschlaggebend ist vorliegend allerdings vor allem, dass nach den Feststellungen des gerichtlich bestellten Prüfers im maßgeblichen Betrachtungszeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der Absicht des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nur eine äußerst geringe Handelstätigkeit zu verzeichnen war: Ein Handel fand an nur an 16 % der Börsentage statt, wobei die Umsätze lediglich 1,2 % der außenstehenden Aktien umfassten. Darüber hinaus waren an vier der zehn Handelstage erhebliche Kurssprünge von 5 % und mehr zu verzeichnen. Im Anwendungsbereich der WpÜG-AngebotsVO, die nur bei einer Börsennotierung, nicht aber im Freiverkehr gilt, könnte folglich nach § 5 Absatz 4 WpÜG-AngebotsVO ein relevanter Durchschnittskurs nicht gebildet werden.

l) Dies kann als ein wesentliches Indiz für das Vorliegen einer Marktenge angesehen werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 17. Juli 2014, 31 Wx 407/13, BeckRS 2014, 15039; Großfeld, a.a.O., Rz. 1225) und spricht sowohl gegen eine hinreichende Liquidität als auch gegen die Annahme, dass aus den gemittelten Kursen ein Rückschluss auf den „wahren Wert" des Unternehmens möglich und zulässig ist.

m) Auch wenn die Voraussetzungen des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO vorliegen, kann doch nicht ohne weitere Untersuchungen konstatiert werden, dass der Börsenkurs keine Relevanz für die Höhe der Abfindung haben kann. Lässt sich nämlich über einen gewissen Zeitraum hinweg ein Nachfrageüberhang feststellen, rechtfertigt dies grundsätzlich die Annahme, dass eine reale Möglichkeit für die Minderheitsaktionäre bestanden hätte, ihre Aktien in diesem Zeitraum über die Börse zu veräußern. Es kommt letztlich aber dennoch entscheidend darauf an, dass die Börsenkurse auf einem realen und nicht nur marginalen Marktgeschehen beruhen, dem ein ausreichender Handel oder zumindest eine zu einigermaßen konstantem Kurs anhaltende

Nachfrage nach den Aktien zugrunde liegt. Dazu ist - wie auch bei der Regelung in § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO - einerseits auf die Volatilität der Kurse und auf das Ausmaß des tatsächlichen Handels nach Handelstagen und - insoweit über die Regelung der WpÜG-AngVO hinaus - auch nach Umsätzen abzustellen. Dabei ist nicht ausgeschlossen, dass bei geringer Volatilität auch Geldkurse ausreichen können, weil eine anhaltende Nachfrage nach Aktien unter solchen Umständen die Prognose eines Verkehrswert erlaubt, zu dem ein typisierter Aktionär hätte verkaufen können (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008, 20 W 9/06, BeckRS 2008, 04445 m.w.N.).

n) Maßgeblich ist insoweit zunächst nur, dass der Börsenkurs zutreffend berechnet worden ist. Gerade dies ist im Gegensatz zum Ertragswert schnell und sicher zu ermitteln, wenngleich sich auch hier selbstverständlich Fragen nach dem Börsenplatz, dem Durchschnittszeitraum oder der Gewichtung bei der Durchschnittsbildung stellen. Zudem ist sicherzustellen, dass der Börsenwert keinen Verzerrungen im Einzelfall unterliegt. Hierzu geben historische Preisverläufe, Kurssprünge, eine vergleichende Kursbetrachtung zu Aktienindizes oder Wettbewerbern sowie vor der unternehmerischen Maßnahme erfolgte Ad hoc-Mitteilungen der Gesellschaft ausreichend Anhaltspunkte für ein kritisches Hinterfragen der Kurse durch die Minderheitsaktionäre oder das Gericht (vgl. OLG Frankfurt/Main, NZG 2014, 464, 465 f.).

n) Bei einem optimal funktionierenden Kapitalmarkt orientiert sich der Börsenwert ebenso wie der Ertragswert allein an den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft bzw. den hieraus generierten Dividenden für die Aktionäre (vgl. OLG Frankfurt/Main, NZG 2014, 464, 465 f.).

o) Im vorliegenden Fall sprechen nach Überzeugung der Kammer die besseren Argumente für die Annahme des tatsächlichen Bestehens einer Marktenge, so dass der über den Referenzzeitraum gemittelte Börsenkurs weder mit dem Verkehrswert der Aktie der Gameforge Berlin gleichgesetzt werden noch als maßgeblicher Desinvestitionswert angesehen werden kann:

aa) Wie die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 9. November 2014 nochmals aufgezeigt hat, war das Handelsvolumen der Aktie mit lediglich 1,2 % der noch im Free Float befindlichen Anteile als äußerst gering anzusehen. Bereits aus diesem Grund kann der auf diesen wenigen Transaktionen beruhende Mittelkurs nicht als Indikator für den Verkehrswert der Aktien angesehen werden.

bb) Es lässt sich aufgrund der verfügbaren Daten auch nicht erkennen, dass eine so stete Nachfrage nach Aktien der Gameforge Berlin geherrscht hat, dass diese den verbliebenen Minderheitsaktionären der Gesellschaft eine jederzeitige Desinvestition ermöglicht hätte. Auch aus

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

cc) Soweit der Antragsteller zu 7) behauptet, es habe eine beständige Nachfrage nach den Aktien der Gameforge Berlin AG bestanden, welche zur Festsetzung von Geldkursen geführt hat, war nicht ersichtlich, auf welcher Tatsachenbasis er diesen Umstand ermittelt haben will.

dd) Nach Überzeugung der Kammer besteht bei lediglich sporadisch im nicht regulierten Markt gehandelten Aktien keine Verpflichtung der Spruchgerichte, die Daten aller tatsächlichen oder auch nicht zustande gekommenen Transaktionen zu ermitteln, um die Kompensation an den entsprechenden Werten auszurichten. Diese repräsentieren nämlich weder den Verkehrswert des Unternehmens, an dessen Verhältnissen die vom Mehrheitsaktionär zu zahlende Abfindung nach dem Wortlaut des § 327 Abs. 1 Satz 2 AktG grundsätzlich auszurichten ist, noch den Verkehrswert der Aktien. Ein solcher kann nur aus einer Vielzahl von Geschäftsabschlüssen hergeleitet werden, da nur auf diese Weise der Schluss gerechtfertigt ist dass deren Konditionen dem entsprechen, was der Verkehr dem Unternehmen als Wert beimisst. Dem gegenüber stehen die zwischen vereinzelten Käufern und Verkäufern ausgehandelten Preise, bei denen sich regelmäßig nicht die Vermutung rechtfertigen lässt, dass andere Marktteilnehmer denselben Grenzwert für maßgeblich erachten.

ee) Es kann für die Höhe der Barabfindung nach § 327b AktG damit hier nicht darauf ankommen, dass nicht völlig auszuschließen ist, dass es einzelnen Aktionären vielleicht möglich gewesen wäre, ihre Aktien für einen oberhalb von 27,26 EUR liegenden Preis zu veräußern. Vielmehr sind nur solche Börsenkurse maßgeblich im Sinne von aussagekräftig, aus denen als Folge der Marktbewertung der Aktie verlässlich ein typisierter Preis abgeleitet werden kann (vgl. OLG Stuttgart, AG 2008, 783, 785). Insofern ist erneut zu betonen, dass Art. 14 Abs. 1 GG keine Entschädigung zum Börsenkurs, sondern zum Verkehrswert verlangt (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2010, 1087, 1089).

ff) Hinzu kommt, dass sich der Kurs bei den innerhalb des Referenzzeitraums tatsächlich verifizierbaren Aktienkäufen offensichtlich ausschließlich an den Abfindungserwartungen aus dem 2011 geschlossenen Unternehmensvertrag orientiert und insoweit eine vollständige Abkoppelung von den wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Unternehmens und der Rahmenbedingungen des

Marktes stattgefunden hat. Dies zeigt sich bereits daran, dass trotz der hohen Verluste, welche die Gesellschaft in den Jahren 2011 und 2012 erlitten hat, ein Kursanstieg zu verzeichnen war.

Es erscheint insoweit nicht gerechtfertigt, den Verkehrswert der Gameforge Berlin im für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre maßgeblichen Zeitpunkt auf die aus dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag stammenden Abfindungserwartungen zu stützen. Wenn dies für die zeitlich vorangegangene Strukturmaßnahme nach der STOLLWERCK-Rechtsprechung des BGH ausgeschlossen ist, zwingen die Besonderheiten des Falles – laufendes Spruchverfahren auf der einen Seite und Bestehen eines vertraglichen Andienungsrechts auf der anderen Seite – zu einer besonders kritischen Bewertung der Kursentwicklung:

Empirische Analysen zeigen nämlich, dass sich der Börsenkurs mit der Bekanntgabe eines Abfindungsangebots auf das Niveau der Abfindung hin entwickelt. Ein geringfügig höherer Börsenkurs spiegelt die Erwartung einzelner Akteure auf eine Erhöhung der Abfindung im Ausschluss- oder Spruchstellenverfahren wider. Das Abfindungsangebot ist ab dem Tag der Bekanntgabe in den Börsenkurs vollständig eingepreist. Damit entsteht das Problem der Zirkularität, denn ein Börsenkurs, in den Informationen zur Höhe der Abfindung eingepreist sind, kann nicht Grundlage für die Bemessung der endgültigen Abfindung und für die Beurteilung ihrer Angemessenheit sein (vgl. auch Burger, NZG 2012, 281, 286).

gg) Damit war die Annahme nicht gerechtfertigt, dass der Börsenkurs trotz der festgestellten Verzerrungen näher am „tatsächlichen Wert" der Gesellschaft im Sinne des Verkehrswerts liegt als der Ertragswert.

hh) Soweit der Antragsteller zu 1) geltend macht, der tatsächliche Umfang der Liquidität der Gameforge Berlin Aktie werde von Bewertungsgutachter und Barabfindungsprüfer verkannt, da ein wesentlicher Teil des Handels über unregulierte Marktplätze wie „Dark Pools" abgewickelt werde, war dieser Einwand nicht geeignet, zu einer abweichenden Einschätzung zu führen.

Selbst für den Fall, dass eine positive Feststellung des Inhalts möglich wäre, dass im maßgeblichen Referenzzeitraum auf privaten Handelsplätzen ein Handel mit der Aktie der Gameforge AG stattgefunden hat, wäre für die Zwecke des vorliegenden Verfahrens nicht viel gewonnen. Zwar könnte dann unterstellt werden, dass eine höhere Liquidität des Aktienhandels gegeben war als bei einer alleinigen Betrachtung der an den Börsen Berlin, Düsseldorf, München und Stuttgart verfügbaren Transaktionsdaten. Allerdings besäße dieser Umstand für sich genommen keine Aussagekraft im Hinblick auf die Frage, ob aus den nur sporadisch aus

tatsächlich abgeschlossenen Transaktionen ableitbaren Börsenkursen ein Rückschluss auf den Verkehrswert der Aktie der ehemaligen Gameforge Berlin AG gezogen werden kann.

Die Konditionen von Handelsabschlüssen in „Dark Pools" werden nämlich gerade nicht veröffentlicht, da dies den Intentionen der dort agierenden Marktteilnehmer zuwiderlaufen würde. Aus diesem Grund sind auch keinerlei Rückschlüsse auf die bei derartigen Geschäften verhandelten Preise möglich. Ein Teil des Handels, der für die Preisbestimmung keine Rolle spielt, da die Konditionen der abgewickelten Geschäfte nicht an den Markt kommuniziert werden, kann für die Frage des Verkehrswerts aber keine Beachtung finden. Für die Kammer ist auch keinerlei empirische Basis für die vom Antragsteller zu 1) unterstellte Annahme ersichtlich, dass sich Geschäfte in „Dark Pools" an den im Freihandel der Börsen gebildeten Kursen orientieren und diesen damit ein höheres Gewicht verleihen.

p) Entgegen der Auffassung der Antragsteller zu 42) und 43) kann es nicht darauf ankommen, ob die Antragsgegnerin die Situation, in der ein maßgeblicher Börsenkurs nicht ermittelt werden kann, „selbst herbeigeführt" hat. Der Frage, ob ein Börsenkurs den Wert eines Unternehmens widerspiegelt, wohnt kein Verschuldenselement inne, so dass sie allein auf objektiv-tatsächlicher Grundlage zu beantworten ist.

q) Auf den Börsenkurs der Gesellschaft vor dem Delisting kann es für die im hiesigen Verfahren festzusetzende Abfindung wegen des Stichtags im Juni 2013 entgegen der Ansicht des Antragstellers zu 12) - auch nicht indiziell – ankommen.

11. Weitere Einwendungen

Im Gegensatz zur Auffassung einiger Antragsteller kommt eine über die gesetzliche Regelung des § 327b Abs. 2 AktG hinausgehende Verzinsung der Barabfindung nicht in Betracht. Diese Bestimmung gewährt eine Verzinsung ab der Bekanntmachung der Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre im Handelsregister und nicht, wie teils beantragt, ab dem Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses, auf den die Abfindung berechnet wird. Die vom Gesetzgeber getroffene ausdrückliche Regelung, die eine unverzügliche Eintragung nach der Hauptversammlung zugrunde legt, ist verfassungsgemäß und einer ergänzenden Auslegung nicht zugänglich (vgl. BGH NZG 2011, 780, 783). Die Abfindung kann deshalb nicht unter dem Gesichtspunkt einer „Verzinsungslücke" erhöht werden.

Ebenso wenig war dem Ertragswert die Ausgleichszahlung für das Jahr 2013 hinzuzurechnen, wie dies die Antragsteller zu 37) bis 40) verlangen, da der Ertragswert bereits sämtliche

(hypothetischen) Zuflüsse an die Anteilseigner ab dem Stichtag beinhaltet. Selbst wenn man der Argumentation der genannten Antragsteller folgen wollte, würde der Wertbeitrag deutlich unter einem Euro je Stückaktie liegen und damit selbst dann, wenn man die (nach Ansicht der Kammer abwegige) Unterstellung eines ewigen Rentenbeitrages und die hierfür erstellte Hilfsberechnung der Barabfindungsprüferin in die Betrachtung einbezieht, nicht zu einer Erhöhung der Abfindung führen.

12. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, § 15 Abs. 1 SpruchG. Von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayObLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003, 30331282). Lediglich die bloße Erfolglosigkeit des Erhöhungsbegehrens kann regelmäßig nicht zur Kostentragungspflicht der Antragsteller führen (vgl. Simon/Winter, SpruchG, Rz. 62 zu § 15 SpruchG). Die Rechtfertigung für eine solch restriktive Handhabung liegt in der besonderen Natur des Spruchverfahrens begründet: Gegenstand von Spruchverfahren sind gesellschaftsrechtliche Strukturmaßnahmen, die vom Mehrheitsaktionäre gegen den Willen der Minderheitsaktionäre durchgeführt werden. Hinsichtlich der als Kompensation gewährten angemessenen Entschädigung bedürfen die Minderheitsaktionäre eines effektiven Rechtsschutzes, der bei einer möglichen Belastung mit Gerichtskosten für den Fall des Misserfolgs des Spruchverfahrens deutlich beeinträchtigt wäre (vgl. KölnKomm/Rosskopf, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 38 zu § 15 SpruchG).

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

Simon/Winter, a.a.O., Rz. 89 zu § 15 SpruchG; KölnKomm/Rosskopf, SpruchG, Rz. 48 zu § 15 SpruchG).

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

13. Geschäftswert

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

Rechtsmittelbelehrung:

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

Rechtsmittel der Beschwerde

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

Rechtsmittel der Sprungrechtsbeschwerde

Gegen diesen Beschluss findet auf Antrag unter Übergehung der Beschwerdeinstanz unmittelbar die Rechtsbeschwerde (Sprungrechtsbeschwerde) statt, wenn die Beteiligten in die Umgehung der

Beschwerdeinstanz einwilligen und der Bundesgerichtshof die Sprungrechtsbeschwerde zulässt. Der Antrag auf Zulassung der Sprungrechtsbeschwerde und die Erklärung der Einwilligung gelten als Verzicht auf das Rechtsmittel der Beschwerde.

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

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

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

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

Ausgefertigt

Justizbeschäftigte

LANDGERICHT BERLIN