

Aktenzeichen:
31 O 130/15 KfHSpruchG



Landgericht Stuttgart

Beschluss

gegen

- Antragsgegnerin -

Prozessbevollmächtigte:
Rechtsanwälte

wegen Antrags auf gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung nach
§ 327 f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht , Handelsrichter : und Handelsrichter am 15. November 2018 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14 werden als unzulässig zurückgewiesen.
2. Die Anträge der übrigen Antragsteller und des Vertreters der nicht antragstellenden Aktionäre auf Festsetzung einer angemessenen Abfindung werden als unbegründet zurückgewiesen.
3. Von den Gerichtskosten tragen die Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14 jeweils 1/40, jeweils gesamtschuldnerisch mit der Antragsgegnerin. Im Übrigen trägt die Antragsgegnerin die Gerichtskosten, ihre eigenen außergerichtlichen Kosten und die nach den gesetzlichen Bestimmungen zu berechnende Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht antragstellenden ehemaligen Aktionäre der Jetter AG. Außergerichtliche Kosten der Antragsteller werden nicht erstattet.
4. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters wird auf 200.000 EUR festgesetzt.

Gründe:

846

A.

I. Sachverhalt

Gegenstand des vorliegenden Spruchverfahrens ist die Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung anlässlich der am 10. Juli 2015 beschlossenen Übertragung von Aktien der Jetter AG mit Sitz in Ludwigsburg auf den Hauptaktionär, die Antragsgegnerin. Die Antragsteller begehren ebenso wie der Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung.

Im Einzelnen:

1. Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse i.w.S.

a. Jetter AG

Die Jetter AG mit Sitz in Ludwigsburg ging aus dem von Herrn 1980 gegründeten „Entwicklungsbüro für Mikroelektronik“ hervor. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter HRB 205545 eingetragen (nachfolgend auch: „die Gesellschaft“). Seit 2008 beträgt das im Handelsregister eingetragene Grundkapital 3.241.061,00 EUR; es ist eingeteilt in 3.241.061 Stückaktien. Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand besteht in der „Entwicklung, Produktion, Vertrieb und Applikation von Geräten und anderen Produkten der Automatisierungstechnik“. Hauptgeschäftsfelder sind die Mobile Automation und die Industrieautomation (vgl. Übertragungsbericht Seite 4, 5, 7, in Band IV, nach Bl. 473 d.A., nachfolgend „Übertragungsbericht“).

Beim Börsengang 1999 erzielten die Altaktionäre 25,00 EUR pro Aktie (vgl. Übertragungsbericht Seite 5, 6; Bl. 3, 165 d.A.). Die Aktien waren zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen und wurden außerdem im Freiverkehr der Börsen in Berlin, Düsseldorf, Hamburg und Stuttgart gehandelt (Bewertungsgutachten als Anl. 3 zum Übertragungsbericht, nach Bl. 473 d.A., dort Seite 9).

2002 konnte Bucher Emhart Glass, ein Unternehmen des Bucher Industries-Konzerns (nachfolgend: „Bucher Industries“) mit Sitz in der Schweiz, als Kunde gewonnen werden, mit dem ab 2004 ein wesentlicher Teil der Umsätze generiert wurde (Übertragungsbericht Seite 5, 9 f.). 2005 erwarb Bucher Industries eine Beteiligung von 20% an der Jetter AG und baute diese Beteiligung bis 20. November 2012 auf rund 29,98% aus. Im Jahr 2013 unterbreitete die ebenfalls zu Bucher Industries gehörende Antragsgegnerin (damals

noch unter , firmierend) den übrigen Aktionären ein Öffentliches Übernahmeangebot zum Preis von 7,00 EUR pro Aktie. Die Angebotsfrist endete am 31. Oktober 2013. Danach war die Antragsgegnerin mit 3.111.046 Stückaktien (rund 95,989%) des Grundkapitals an der Jetter AG beteiligt (Übertragungsbericht Seite 11). Im Januar 2014 schied Herr aus dem Vorstand aus.

Auf Antrag des Vorstands wurde die Zulassung der Jetter-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse zum 30. April 2014 widerrufen. Danach fand auch kein Handel im Freiverkehr mehr statt. Der letzte Börsenkurs betrug 7,049 EUR/Aktie (Übertragungsbericht Seite 5, 6).

Das Geschäftsjahr lief in den Jahren 1999 bis 2014 jeweils vom 01. April bis 31. März. Vom 01. April bis 31. Dezember 2014 lief ein Rumpfgeschäftsjahr. Seit 2015 entspricht das Geschäftsjahr dem Kalenderjahr (Übertragungsbericht Seite 6).

b. Antragsgegnerin

Die Antragsgegnerin wurde im März 2013 als „ im Handelsregister des Amtsgerichts München unter HRB 203968 eingetragen und firmierte im September 2013 in um. Sie hat ihren Sitz in 79771 Klettgau, Deutschland. Der Formwechsel in eine GmbH mit der Firma

wurde im Januar 2017 in das Handelsregister eingetragen. Das Stammkapital beträgt unverändert 50.000 EUR. Wie bereits erwähnt, gehört die Antragsgegnerin zum Bucher Industries-Konzern.

2. Vorbereitung des Übertragungsbeschlusses

Am 02. Februar 2015 sprach die Antragsgegnerin gegenüber der Jetter AG ein „vorläufiges Verlangen“ gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG aus und bat um Vorbereitung der entsprechenden Hauptversammlung. Sie hielt seitdem mindestens 3.110.919 Stückaktien (95,985%) (vgl. Übertragungsbericht Seite 11 und Anlage 1 zum Übertragungsbericht).

Am 12. März 2015 ging der Antrag der Hauptaktionärin auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers (§ 327c Abs. 2 S. 3 AktG) beim Landgericht Stuttgart ein (31 O 46/15 KfH AktG). Durch Beschluss des Landgerichts vom 18. März 2015 wurde die

zur sachverständigen Prüferin bestellt.

Die Akten des Bestellungsverfahrens wurden beigezogen.

Im März 2015 beauftragte die Antragsgegnerin die

mit der Erstellung eines Bewertungsgutachtens und der Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG. Am 22. Mai 2015 lag das Bewertungsgutachten der GmbH vor (nachfolgend Anlage 2 zum Übertragungsbericht). Das Bewertungsgutachten kam zu dem Ergebnis, dass sich der Unternehmenswert der Jetter AG zum Stichtag 10. Juli 2015 bei einem Basiszinssatz von gerundet 1,0% auf 31.062 TEUR belaufe, woraus sich eine angemessene Barabfindung von 9,58 EUR pro Aktie ergebe. Für den Fall eines auf 1,25% erhöhten Basiszinssatzes errechnete die Bewertungsgutachterin einen Unternehmenswert von 30.247 TEUR, was einem Wert pro Aktie von 9,33 EUR pro Aktie entspreche (Seite 53, 54).

Am 26. Mai 2015 erstattete die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft als sachverständige Prüferin ihren Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung (nachfolgend „PB“, Anlage AG 2, Band IV, nach Bl. 473 d.A.). Die sachverständige Prüferin bestätigte in dem Bericht die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung (PB Seite 89).

In der Einladung zur Hauptversammlung (Bl. 56 d.A.) wurde der Abfindungsbetrag von 9,58 EUR pro Aktie genannt. In einer Stichtagsklärung vom 10. Juli 2015 bestätigte die sachverständige Prüferin, dass der genannte Abfindungsbetrag von 9,58 EUR pro Aktie nach wie vor angemessen sei (Bl. 832 f. d.A.).

Im Zeitraum zwischen der Erstattung des Prüfungsberichts und dem Bewertungsstichtag erhöhte sich der Basiszinssatz leicht auf gerundet 1,25% (Bl. 781 d.A.).

3. Übertragungsbeschluss

Am 10. Juli 2015 fasste die Hauptversammlung der Jetter AG den Übertragungsbeschluss gemäß § 327a AktG (vgl. Bl. 494 d.A.), der am 21. August 2015 in das Handelsregister eingetragen und am selben Tag bekannt gemacht wurde (Bl. 55, 494 d.A.). Der Übertragungsbeschluss sah eine Barabfindung von 9,58 EUR pro Aktie vor (vgl. Bl. 55 d.A.). Mit der Handelsregistereintragung gingen die Aktien aller Minderheitsaktionäre gemäß § 327e Abs. 3 AktG auf die Antragsgegnerin als Mehrheitsaktionärin über.

II. Verfahrensgang, Anträge

Sämtliche Antragsteller begehren in ihren Antragsschriften, die zwischen dem 07. Oktober 2015 und dem 23. November 2015 eingegangen sind, eine gerichtliche Bestimmung der

angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a, 327f AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG. Die Verfahren wurden durch Beschluss vom 24. Februar 2016 verbunden (Bl. 437 ff. d.A.). Auf die Antragsenerwiderung der Antragsgegnerin vom 09. August 2016 (Bl. 478 ff. d.A.) erhielten die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter Gelegenheit zur Stellungnahme (Bl. 643 d.A.). Der gemeinsame Vertreter hat mit Schriftsatz vom 21. November 2016 ebenfalls die gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Abfindung beantragt (Bl. 653 ff. d.A.). Einzelne Antragsteller haben sich zur Antragsenerwiderung schriftsätzlich geäußert.

Mit Schriftsatz vom 10. September 2018 teilte die Antragsgegnerin ihren Formwechsel in eine Gesellschaft mit beschränkter Haftung mit (Bl. 758 d.A.). Das Rubrum wurde nach Anhörung der Beteiligten (vgl. Bl. 759 f. d.A.) durch Beschluss der Kammer vom 02. Oktober 2018 berichtigt (Bl. 778 f. d.A.). In diesem Zusammenhang wurden auch die fehlerhafte Erfassung der als Erbengemeinschaft auftretenden Antragstellerin Ziff. 16 (zunächst waren unter den Ziffern 16 bis 18 die im Antrag genannten Erben erfasst worden) und die Doppelerfassung des Antragstellers Ziff. 12 (auch: Ziff. 23, vgl. Bl. 102 und 231 d.A.) bereinigt.

Die an der Erstattung des Prüfungsberichts beteiligten Wirtschaftsprüfer der sachverständigen Prüferin wurden am 02. Oktober 2018 angehört. Auf das Protokoll wird Bezug genommen (Bl. 779 ff. d.A.).

Die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter tragen zur Begründung ihrer Anträge zusammengefasst insbesondere folgendes vor:

Viele Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre bemängeln die der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren zugrunde liegende Planung, teils in allgemeiner Form, teils konkreter. Sie sind der Auffassung, es liege eine zu pessimistische „anlassbezogene Planung“ vor. Manche meinen, aus dem Bewertungsgutachten ergebe sich, dass keine von den Planungsverantwortlichen der Jetter AG „autonom“ erstellte Planung zugrunde gelegt worden sei, sondern eine, auf die der Konzernherr – also der Bucher Industries Konzern – Einfluss genommen habe (u.a. Antragsteller Ziff. 1 – Bl. 4 d.A.; Ziff. 2 – Bl. 23 d.A.; Ziff. 10 und 11 – Bl. 85 d.A.; Antragsteller Ziff. 16 bis 21 – Bl. 174 d.A.; zur Position des gemeinsamen Vertreters vgl. Bl. 654 d.A.). Kritisch hinterfragt werden insbesondere vorgenommene Plananpassungen.

Einige Antragsteller behaupten, das 2014 implementierte Reorganisationskonzept sei bei der Planungsrechnung „unaufgearbeitet“ geblieben (so u.a. Antragsteller Ziff. 4 – Bl. 4 d.A.; Ziff. 2 – Bl. 23 d.A.; Ziff. 10 und 11 – Bl. 85 d.A.).

Gerügt wird auch, dass kein (hinreichender) Abgleich mit den Zahlen vorgenommen worden sei, die der Bewertung durch die Bucher Industries AG zum 31. Dezember 2014 anlässlich des Impairment-Tests zugrunde gelegt worden seien, und dass es auch an einem Abgleich des dabei gefundenen Bewertungsergebnisses fehle (u.a. Antragsteller Ziff. 1 – Bl. 9 d.A.; Ziff. 2 – Bl. 28 d.A.; Ziff. 10 und 11 – Bl. 90 d.A.).

Einige Antragsteller stellen die Frage, inwieweit Synergieeffekte bei der Planung berücksichtigt worden seien (so Antragsteller Ziff. 13 – Bl. 126 d.A.; Ziff. 14 – Bl. 142 d.A.).

Mehrere Antragsteller wie auch der gemeinsame Vertreter (Bl. 655 d.A.) machen methodische Bedenken gegen das Tax-CAPM geltend. Zahlreiche Antragsteller kritisieren den (im Bewertungsgutachten nach damaligem Stand noch) zugrunde gelegten einheitlichen Basiszinssatz (1,00% vor Steuern, 0,74% nach Steuern, vgl. BewGA Seite 40), die Marktrisikoprämie von 5,50 % nach persönlichen Steuern, vgl. BewGA Seite 43) und den Betafaktor als zu hoch. Viele Antragsteller rügen, dass es für die vom FAUB des IDW am 19. September 2012 „heraufgesetzte“ (Empfehlung zur) Marktrisikoprämie keine nachvollziehbare Begründung gebe, und verweisen auf diverse Studien zur angemessenen Marktrisikoprämie. Manche verlangen in diesem Zusammenhang, dass diesbezüglich ein Gutachten eines Kapitalmarktforschers eingeholt wird (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 40, 41 – Bl. 405 d.A.). Den bei der „ewigen Rente“ angesetzten Wachstumsabschlag von 1,25 % (BewGA Seite 47) halten viele Antragsteller für zu gering bemessen.

Schließlich rügen einige Antragsteller, die Darstellung zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen sei nicht ausreichend, die zugrunde gelegten Informationen lückenhaft (so etwa Antragsteller Ziff. 3 bis 6 bezüglich der Liquidität – Bl. 49 d.A.; ohne spezielle Vermögensbestandteile zu nennen, pauschal die Antragsteller Ziff. 12 – Bl. 113 d.A.; Ziff. 14 – Bl. 142 d.A.).

Die Marke „Jetter“ sei nicht berücksichtigt worden (u.a. Antragsteller Ziff. 12 – Bl. 114 d.A.; Ziff. 13 – Bl. 126 d.A.; Ziff. 14 – Bl. 143 d.A.).

Gerügt werden auch formale Mängel des Übertragungsberichts (wie standardisiert auch in anderen Spruchverfahren; vgl. hier u.a. Antragsteller Ziff. 12 – Bl. 113 d.A.; Ziff. 13 – Bl. 126; Ziff. 14 – Bl. 143 d.A.; Ziff. 38 – Bl. 372 d.A.).

Aus Sicht einiger Antragsteller deuten die Ergebnisse des von der Bewertungsgutachterin durchgeführten Multiplikatorenverfahrens auf eine Unterbewertung der Gesellschaft hin.

Die **Antragsgegnerin** ist den Bewertungsrügen ebenso entgegengetreten wie einigen Verfahrensanträgen von Antragstellern, etwa auf Einholung eines Gutachtens eines „unabhängigen Sachverständigen“ zur Unternehmensbewertung oder speziell zur Marktriskoprämie oder auf Vorlage von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer und weiterer Unterlagen oder auf Unterbleiben der Anhörung des sachverständigen Prüfers.

Wegen des Sachverhalts und des weiteren Vortrags der Beteiligten zu Kritikpunkten in Bezug auf die Bewertung, Verfahrensanträge und Einzelheiten des Parteivortrags wird ergänzend auf den gesamten Akteninhalt Bezug genommen.

B.

Zuständigkeit, Zulässigkeit der Anträge

I. Anwendbarkeit des SpruchG und Zuständigkeit

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

Zwar haben es einige Antragsteller versäumt, in ihren Antragsschriften einen Antrag zur Entscheidung durch die Kammer für Handelssachen (§§ 96 Abs. 1, 98 Abs. 1 GVG) zu stellen. § 2 Abs. 1 SpruchG regelt lediglich die örtliche Zuständigkeit. Die funktionelle Zuständigkeit der Kammer für Handelssachen ergibt sich aber unabhängig von der Frage der ausdrücklichen Antragstellung aus § 2 Abs. 2 Satz 1 und 2 SpruchG, der die Entscheidungskompetenz des Vorsitzenden der Kammer für Handelssachen für bestimmte Verfahrensentscheidungen in Spruchverfahren regelt und sogar dessen Alleinentscheidungskompetenz bei Einverständnis aller Beteiligten ermöglicht, aus der Gesetzessystematik (§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293c Abs. 1 Satz 4 AktG – Bestellung des sachverständigen Prüfers durch den Vorsitzenden der Kammer für Handelssachen) und aus dem fehlenden gesetzgeberischen Willen, an der früher unmissverständlich geregelten ausschließlichen Zuständigkeit der Kammern für Handelssachen für die Entscheidung in Spruchverfahren etwas zu ändern (wie hier LG Düsseldorf, Beschluss vom 08. Oktober 2008 – 33 O 38/04 –, Rn. 8, juris; Koch, in Hüffer/Koch AktG 13. Aufl. 2018, § 2 SpruchG § 2 Rn. 5;

Drescher, in Spindler/Stilz, AktG Kommentar 3. Aufl. 2015, § 2 SpruchG Rn. 19; Emmerich, in Emmerich/Habersack Aktien-/GmbH-KonzernR 8. Aufl. 2016, § 2 SpruchG Rn. 9, auch zur Kiefner/Kersjes, NZG 2012, 244 m.w.N.; a.A. wohl LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 41, juris, und LG München I, Beschluss vom 25. November 2009 – 38 O 21051/09, NZG 2010, 520, das im Hinblick auf die Wahrung der Antragsfrist von einer funktionellen Zuständigkeit auch der Zivilkammer vor Stellung des Verweisungsantrags ausgeht; zum Meinungsstand Klöcker in: Schmidt, K./Lutter, AktG, 3. Aufl. 2015, § 2 SpruchG, Rn. 14).

II. Antragsfrist

Sämtliche verfahrenseinleitende Anträge der Antragsteller sind bis zum Ablauf der Antragsfrist am Montag, den 23. November 2015 (§§ 4 Abs. 1 Nr. 3, 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. §§ 16 Abs. 2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO) beim Landgericht Stuttgart eingegangen.

III. Zutreffende Bezeichnung der Antragsgegnerin

Die Pflicht eines jeden Antragstellers, im Antrag den Antragsgegner zu nennen, ergibt sich aus § 4 Abs. 2 Satz 1 Nr. 1 SpruchG. Aus § 5 Nr. 3 SpruchG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG folgt, dass der Antrag im Falle eines Spruchverfahrens zur Überprüfung der Angemessenheit der Barabfindung nach einem Übertragungsbeschluss (§§ 327a ff. AktG) gegen den Hauptaktionär zu richten ist.

Die Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14 haben in ihren Anträgen nicht die „wahre“ Antragsgegnerin, – nach Formwechsel
nunmehr firmierend als – genannt, sondern die
Schweiz (Bl. 102, 118, 132, 231 d.A.).

Diese ist nicht mit der Hauptaktionärin der Jetter AG identisch.

Der Antragsteller Ziff. 12 (irrtümlich als Ziff. 23 doppelt erfasst) spricht zudem im Wortlaut seines Antrags von einer angeblichen „Enteignung“ der Aktien der ausgeschiedenen Aktionäre „auf die Boursorama S.A.“ (Bl. 103, 232 d.A.) und in der Antragsbegründung von einer angeblichen Übertragung der Aktien auf eine „Shire Deutschland Investments GmbH“ (Bl. 107, 236 d.A.), welche objektiv betrachtet nicht stattgefunden hat.

Alle drei Antragsteller wurden zeitnah nach Antragseingang durch das Gericht darauf hingewiesen, dass laut Bekanntmachung der Handelsregistereintragung des Übertragungsbeschlusses die Aktien der Minderheitsaktionäre der Jetter AG auf deren Hauptaktionärin,

, Deutschland übertragen worden seien. Alle drei Antragsteller wurden gebeten kurzfristig mitzuteilen, ob ihr Antrag gleichwohl der in der Antragsschrift genannten Gesellschaft in der Schweiz zugestellt werden solle (Bl. 117, 130, 147, 245 d.A.). Die genannten Antragsteller haben explizit darum gebeten, ihren Antrag der zuzustellen (Bl. 148, 246, 263 d.A.). Keiner der genannten Antragsteller hat innerhalb der Antragsfrist die Bezeichnung der als Antragsgegnerin des Spruchverfahrens gewünschten Gesellschaft korrigiert.

Die Antragsgegnerin beanstandet die Anträge der vorgenannten Antragsteller wegen unzutreffender Bezeichnung des Antragsgegners des Spruchverfahrens als unzulässig (Bl. 497 f. d.A.).

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14 können nicht dahingehend ausgelegt oder umgedeutet werden, dass sich diese Anträge unter Beachtung des § 5 Nr. 3 SpruchG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG gegen die „richtige“ Antragsgegnerin, also die tatsächliche Hauptaktionärin, richten sollen.

Zwar ist bei unrichtiger (mehrdeutiger) äußerer Parteibezeichnung grundsätzlich die Person als Partei anzusehen, die „erkennbar durch die Parteibezeichnung betroffen sein soll“, und bei ungenauer, unrichtiger Parteibezeichnung kommt sogar eine Berichtigung des Rubrums von Amts wegen in Betracht, wenn die Identität der Partei trotz Berichtigung gewahrt wird (Althammer in: Zöller, Zivilprozessordnung, 32. Aufl. 2018, Vorb. zu §§ 50-58, Rn. 7). Eine solche Konstellation liegt hier aber gerade nicht vor. Denn die Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, die von den vier Antragstellern in ihren Antragsschriften als Antragsgegnerin genannt wird, existiert, ist aber nicht mit der Hauptaktionärin identisch.

Einer Umdeutung der Anträge der Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14 steht neben dem Antragswortlaut und der Existenz der von ihnen jeweils genannten Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz auch der Umstand entgegen, dass sie auf Nachfrage des Gerichts ausdrücklich erklärt haben, ihr Antrag solle (gleichwohl) dem von ihnen genannten Unternehmen mit Sitz in der Schweiz zugestellt werden, was nur bedeuten kann, dass sich der Antrag nach ihrem Willen gegen letzteres richten soll. Einen etwaigen Irrtum bei der Bezeichnung des tatsächlich gewünschten Antragsgegners haben die betroffenen Antragsteller auch auf gerichtlichen Hinweis nicht korrigiert (vgl. Greger in: Zöller, Zivilprozessordnung, a.a.O., § 253 ZPO, Rn. 23).

Es ist umstritten, ob die Benennung einer unzutreffenden Antragsgegnerin als Zulässigkeits- oder als Begründetheitsmangel zu werten ist. Ein Teil der Literatur vertritt die Auffassung, die Bezeichnung eines für das Spruchverfahren unzutreffenden Antragsgegners

berühre die Zulässigkeit des Antrags nicht, sondern führe wegen fehlender Passivlegitimation lediglich zur Unbegründetheit des Antrags (Kubis, in MÜKo AktG 4. Aufl. 2015, § 4 SpruchG Rn. 13). *Drescher* ist der Auffassung, der „richtige“ Antragsgegner ergebe sich ohnehin aus § 5 SpruchG, und eine inhaltlich falsche Angabe des Antragsgegners in der Antragsschrift schade nicht, solange die Strukturmaßnahme und der Verfahrensgegenstand davon unberührt blieben. Der falsch bezeichnete Antragsgegner könne, wenn er (wie hier nicht) durch das Gericht förmlich vom Verfahren benachrichtigt wird, u.U. wie ein anderer fälschlich in ein Verfahren gezogener Beteiligter einen Kostenerstattungsanspruch gegen den Antragsteller haben, und den richtigen Antragsgegner müsse das Gericht (wie hier geschehen) nach § 7 Abs. 2 Nr. 1 FamFG ohnehin von Amts wegen beteiligen (*Drescher*, in Spindler/Stilz, AktG Kommentar 3. Aufl. 2015, § 4 SpruchG Rn. 17). Das ändert nichts daran, dass jeder nicht zurückgenommene Antrag gegen einen „falschen“ Antragsgegner zu verbescheiden ist.

Gerichte und die überwiegend in der Literatur vertretene Auffassung sprechen sich dafür aus, dass die falsche Bezeichnung des Antragsgegners im Spruchverfahren die Unzulässigkeit des Antrags zur Folge hat (LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 53, juris m.w.N., auch zur Gegenauffassung; wie hier u.a. *Emmerich*, in *Emmerich/Habersack Aktien-/GmbH-KonzernR*, SpruchG § 5 Rn. 1; *Klöcker* in: *Schmidt, K./Lutter, AktG*, 3. Aufl. 2015, § 5 SpruchG, Rn. 1; *Lamb/Schluck-Amend*, DB 2003, 1259, 1261). Für diese Auffassung sprechen die Gesetzessystematik, der Wille des Gesetzgebers und der Sinn und Zweck des Spruchverfahrens: Ein Spruchverfahren wird nur auf Antrag eingeleitet, und nur ein zulässiger, mithin jedenfalls fristgerecht gestellter und hinreichend begründeter Antrag durch einen Antragsberechtigten soll das i.d.R. mit erheblichem Aufwand betriebliche Verfahren in Gang setzen. Es müssen daher Mindestanforderungen an den Antragsinhalt gestellt werden, deren Konkretisierung der Gesetzgeber der Rechtsprechung überlassen hat. Nach dem Willen des Gesetzgebers sollen Anträge, die diesen Mindestanforderungen nicht genügen, als unzulässig abgewiesen werden, um zu verhindern, dass ein Antragsteller „praktisch mit einem Satz“ und „ohne jede sachliche Erläuterung“ ein aufwendiges und kostenträchtiges Überprüfungsverfahren einleitet (vgl. BT-Drs. 15/371 Seite 13). Ginge es lediglich um einen einzigen Antrag, der aber gegen einen unzutreffenden Antragsgegner gerichtet wäre, und würde man diesen Antrag als zulässig behandeln, so müsste als Folge einer zulässigen Antragstellung ein Gemeinsamer Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre bestellt werden, dessen Kosten gemäß § 6 Abs. 2 SpruchG der im Antrag bezeichnete Antragsgegner zu tragen hätte, obwohl der Antrag im Ergebnis mangels Passivlegitimation des in Anspruch genommenen Gegners als unbegründet abgewiesen werden müsste. Das erscheint unverhältnismäßig und

lässt sich vermeiden, wenn man den gegen einen unzutreffenden Antragsgegner gerichteten, nicht auslegungs- oder umdeutungsfähigen Antrag sogleich als unzulässig behandelt. Für diese Lösung spricht weiter, dass nach dem Willen des Gesetzgebers und der gesetzlichen Regelung auch andere Begründungsdefizite zur Unzulässigkeit eines Spruchverfahrensantrags führen, etwa wenn es an der von § 4 Abs. 2 Nr. 4 SpruchG geforderten hinreichenden Darlegung konkreter Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation fehlt (vgl. erneut BT-Drs. 15/371 Seite 13).

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14 sind wegen unzutreffender Bezeichnung des Antragsgegners offensichtlich unzulässig. Von einer Zustellung ihrer Anträge an die von ihnen genannte Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz wurde daher abgesehen.

IV. Beteiligtenfähigkeit einer Erbengemeinschaft

Die im Rubrum vom Gericht zunächst als Antragsteller Ziff. 16 bis 18 genannten Erben sind bei der Antragstellung als anwaltlich vertretene Erbengemeinschaft aufgetreten (Bl. 158 d.A.), wurden aber vom Gericht zunächst fehlerhaft einzeln als einzelne Antragsteller erfasst, bis zur bereits erwähnten Korrektur des Rubrums durch Beschluss vom 02. Oktober 2018. Die Antragsgegnerin hat in der Antragserwiderung Bedenken u.a. gegen die ursprüngliche technische Behandlung im Rubrum des Gerichts erhoben und geltend gemacht, die Erbengemeinschaft könne allenfalls als einziger Antragsteller behandelt werden. Sie hat ferner bestritten, dass die genannte Erbengemeinschaft Rechtsnachfolgerin der Erblasserin geworden sei und „daraus etwa resultierende Rechte geltend machen kann“ (Bl. 496 d.A.).

Die vom BGH mehrfach entschiedene fehlende Parteifähigkeit einer Erbengemeinschaft im Zivilprozess (BGH, Beschluss vom 17. Oktober 2006 – VIII ZB 94/05 –, Rn. 7, juris m.w.N.) steht der Antragstellung durch die Erbengemeinschaft in dieser Form im Spruchverfahren nicht entgegen. Zu berücksichtigen ist nämlich gemäß § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 8 Nr. 2 FamFG, dass der vorliegend verfahrensrechtlich maßgebliche Begriff der Beteiligtenfähigkeit weiter verstanden wird als derjenige der Parteifähigkeit nach der ZPO und dass in Verfahren, für die das FamFG gilt, wie etwa das Spruchverfahren, auch „Vereinigungen, Personengruppen und Einrichtungen“ beteiligtenfähig sind, „soweit ihnen ein Recht zustehen kann“. Hinzu kommen Besonderheiten des Aktienrechts: § 69 Abs. 1 und Abs. 3 Satz 2 AktG setzen voraus, dass eine Erbengemeinschaft Aktien halten kann, und verlangen für die Rechtsausübung lediglich, dass Rechte aus einer Aktie, die mehreren Berechtigten zusteht, durch einen gemeinschaftlichen Vertreter ausgeübt werden. Das ist vorliegend durch den anwaltlichen Prozessbevollmächtigten, zugleich selbst Mitglied der

Erbengemeinschaft, geschehen. Die in der Antragsschrift vom 19. November 2015 (Bl. 158 d.A.) genannte Erbengemeinschaft ist somit beteiligtenfähig im Sinne der §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 8 Nr. 2 FamFG (wie hier LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 57, juris m.w.N.). Das Rubrum wurde nach Anhörung der Beteiligten durch Beschluss vom 02. Oktober 2018 entsprechend korrigiert (Bl. 778 d.A.).

V. Antragsberechtigung

1. Schlüssige Behauptung der Antragsberechtigung

Antragsberechtigt sind gemäß § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG nur außenstehende Aktionäre, die infolge des Übertragungsbeschlusses ausgeschieden sind. § 3 Satz 2 SpruchG trifft keine Regelung zum maßgeblichen Zeitpunkt der Anteilsinhaberschaft für die Konstellation der Abfindung nach einem Übertragungsbeschluss gemäß § 327a AktG. Abzustellen ist wegen der in § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG geregelten Rechtsfolgen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister (dinglicher Übergang der Aktien) auf diesen Eintragungszeitpunkt (Drescher, in Spindler/Stilz, AktG Kommentar 3. Aufl. 2015, § 3 SpruchG Rn. 9 m.w.N.), hier also auf den 21. August 2015.

Die Umstände, aus denen sich die Antragsberechtigung ergibt, muss der jeweilige Antragsteller gemäß § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG innerhalb der Antragsfrist nach § 4 Abs. 1 SpruchG darlegen. Die Aktionärsstellung kann gemäß § 3 Satz 3 SpruchG (ausschließlich) durch Urkunden nachgewiesen werden.

a. Antragsteller Ziff. 1 und 2

Die anwaltlich vertretenen Antragsteller Ziff. 1 und 2 haben vorgetragen, sie hätten ihr Aktieneigentum „durch den Hinauswurf“ verloren (Bl. 2, 21 d.A.). Die Antragsgegnerin bezweifelt, dass dieser Vortrag für die Darlegung der Aktionärseigenschaft zum Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze-Out im Handelsregister am 21. August 2015 ausreiche (Bl. 496 d.A.).

Eine ausdrückliche Darlegung, dass die genannten Antragsteller zu diesem Zeitpunkt noch Aktionäre gewesen seien, fehlt. Jedoch umschreibt die zitierte, in ihren Anträgen gewählte Formulierung die Rechtswirkungen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses: mit der Handelsregistereintragung gehen alle Aktien, die bislang im Eigentum der Minderheitsaktionäre standen, gemäß § 327e Abs. 3 AktG auf den Hauptaktionär über, und zwar auch gegen ihren Willen. Die Antragsteller bezeichnen das als „Hinauswurf“.

Die Auslegung des Vortrags ergibt somit, dass die Antragsberechtigung hinreichend dargelegt ist, auch wenn eine klarere Formulierung wünschenswert wäre.

b. Antragsteller Ziff. 8 und 9

Die anwaltschaftlich vertretenen Antragsteller Ziff. 8 und 9 haben in der gemeinsamen Antragschrift u.a. die Handelsregistereintragung am 21. August 2015 erwähnt und im unmittelbaren Anschluss vorgetragen, dass sie „bis zu ihrer Zwangsenteignung“ Aktien der Jetter AG gehalten hätten. Die mit der Antragsschrift vorgelegte, auf beide Antragsteller bezogene Depotbestätigung bescheinigt einen Depotbestand von 50 Aktien der Jetter AG zum 21. August 2015 (Bl. 77, 79 d.A.). Die Antragsgegnerin meint, dass dies für die Darlegung der Antragsberechtigung nicht genüge, und verweist u.a. darauf, dass bei einem Gemeinschaftsdepot Alleineigentum des Depotinhabers bestehen könne oder die Depotinhaber Miteigentümer der Aktien sein könnten; läge bei zwei Miteigentümern eine Bruchteilsgemeinschaft vor, so könnten diese Aktionäre wegen § 69 AktG ihre Rechte nur über einen gemeinschaftlichen Vertreter ausüben und seien dann nicht als jeweils gesonderter Antragsteller zu behandeln (Bl. 497 d.A.).

Die Kammer teilt in Bezug auf die Darlegung der Antragsberechtigung durch die Antragsteller Ziff. 8 und 9 nicht die Bedenken der Antragsgegnerin. Allein die Bezeichnung als „Antragsteller 1.“ und „Antragstellerin 2.“ im Rubrum der Antragsschrift und im gerichtlichen Rubrum bringt nicht zum Ausdruck, dass beide Antragsteller jeweils unterschiedliche Aktien hielten. Die vorgelegte Depotbestätigung spricht für ihre gemeinsame Berechtigung an den Aktien (LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 55, juris) im Sinne von Miteigentum als Regelfall bei einem Gemeinschaftsdepot, denn es gibt im vorliegenden keine Anhaltspunkte dafür, dass einer der beiden Antragsteller entgegen der Verbuchung der Aktien auf einem Gemeinschaftsdepot Alleineigentümer gewesen sein könnte. Die Antragstellung scheitert auch nicht an § 69 Abs. 1 AktG, denn beide Antragsteller lassen sich durch denselben Rechtsanwalt vertreten und stellen einen gemeinsamen Antrag.

c. Antragsteller Ziff. 16 bis 18

Wegen der Beteiligtenfähigkeit und Antragsberechtigung der Erbengemeinschaft wird auf die Darlegung unter IV. verwiesen.

d. Übrige Antragsteller und Zwischenergebnis

Die Antragsberechtigung der übrigen Antragsteller ist unproblematisch zu bejahen. Im Ergebnis haben sämtliche Antragsteller ihre Antragsberechtigung innerhalb der Antragsfrist hinreichend dargelegt.

2. Nachweis der Antragsberechtigung

Von der schlüssigen Behauptung der Antragsberechtigung zu unterscheiden ist ihr Nachweis. § 3 Satz 3 SpruchG lässt einen Nachweis der Antragsberechtigung ausschließlich durch Urkunden zu. Dieser Nachweis muss jedoch nicht innerhalb der Antragsfrist vorgelegt werden; es genügt, wenn er bis zur Entscheidung des Gerichts erbracht wird (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 7, juris; Drescher, in Spindler/Stilz a.a.O. § 3 SpruchG Rn. 18 m.w.N.).

Die Antragsgegnerin hat wegen aus ihrer Sicht unzureichenden Nachweises die Antragsberechtigung der Antragsteller Ziff. 1, 2, 16 bis 18 (d.h. 16 neu) bezweifelt (Bl. 495 ff. d.A.).

a. Antragsteller Ziff. 1 und 2

Die Antragstellerin Ziff. 2 hat mit ihrer Antragsschrift eine Bankbescheinigung vorgelegt, die auf den Zeitpunkt der „Ausbuchung“ abstellt (Bl. 37 d.A.). Jedenfalls die depottechnische Ausbuchung der Aktien infolge eines „Squeeze Out“ erfolgt regelmäßig nicht am Tag des Wirksamwerdens der Übertragung, sondern einige Tage später, sobald den depotführenden Banken die Nachricht über die Handelsregistereintragung vorliegt. Wie aus von anderen Antragstellern vorgelegten Bescheinigungen hervorgeht, wurden die Aktien bei ihnen am 02. September 2015 mit Valuta 01. September 2015 ausgebucht (vgl. beispielsweise Bl. 145, 261 d.A.). Obwohl es angesichts des fehlenden Börsenhandels zwischen dem Hauptversammlungsbeschluss zum „Squeeze Out“ und depottechnischer Ausbuchung unwahrscheinlich ist, dass in diesem Zeitraum Minderheitsaktionäre ihre im Depot verbuchten Aktien noch an Dritte verkauft und übertragen haben, kann die Vornahme einer solchen Übertragung vor der depottechnischen Ausbuchung nicht vollkommen ausgeschlossen werden. Damit ist theoretisch denkbar, dass die Aktien, auf die sich die von der Antragstellerin Ziff. 2 vorgelegte Bankbestätigung bezieht, erst nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses, aber noch Anfang September 2015 in ihr Wertpapierdepot gelangt sind. In diesem Fall wäre nicht sie, sondern derjenige antragsberechtigt, der die Aktien am 21. August 2015 hielt. Das Gericht hat auf die Problematik des unzureichenden Nachweises hingewiesen und der Antragstellerin Ziff. 2 Gelegenheit gegeben, einen ge-

eigneten Nachweis noch beizubringen (Bl. 760 d.A.). Das mit Schriftsatz vom 25. September 2018 nachgereichte Schreiben der depotführenden Bank, mit dem diese der Antragstellerin Ziff. 2 bestätigt, „natürlich auch bis zur Wirksamkeit der Squeeze-Out-Zahlung vom 21.08.2015“ Aktionärin gewesen zu sein (Bl. 765 d.A.), genügt wegen der Nennung des konkreten Datums den Anforderungen an den Nachweis gemäß § 3 Satz 3 SpruchG, wenngleich es am 21. August 2015 nicht zur „Wirksamkeit“ einer „Squeeze-Out-Zahlung“ gekommen ist, sondern nur das Wirksamwerden des „Squeeze-Out-Beschlusses“ gemeint sein kann.

Die von der Antragstellerin Ziff. 1 mit der Antragstellung vorgelegte Depotbestätigung bescheinigt hingegen die Aktieninhaberschaft „bis zur Übertragung der Aktien im Zuge des Squeeze-Outs“ (nach Bl. 17 d.A.). Für die Auslegung dieser ersten Bescheinigung dahingehend, dass sie sich nicht etwa auf die depottechnische Ausbuchung, sondern auf das Wirksamwerden der Übertragung mit Handelsregistereintragung des Übertragungsbeschlusses und damit auf den richtigen Zeitpunkt bezieht, dürfte neben der Nichtverwendung des Begriffs der „Ausbuchung“ jedenfalls sprechen, dass die Bank in dem Schreiben auch die Abfindung in Höhe von 9,58 EUR pro Aktie bescheinigt. Die Auslegungsfrage bedarf jedoch letztlich keiner Entscheidung, denn in der mit Schriftsatz vom 25. September 2018 nachgereichten weiteren Bestätigung der Bank wird ausdrücklich die Aktionärsstellung der Antragstellerin Ziff. 1 am 21. August 2015 bescheinigt (Bl. 764 d.A.).

b. Antragstellerin Ziff. 16

Für die Antragstellerin Ziff. 16 wurde ein (nicht unterzeichneter) Depotauszug vorgelegt. Die Antragsgegnerin bestreitet auch nicht, dass die Aktien bis zum Tod der Erblasserin in ihrem Depot verbucht waren (Bl. 496 d.A.). Die Erblasserin ist erst nach Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses verstorben (Bl. 166 d.A.). Soweit die Antragsgegnerin die Gesamtrechtsnachfolge bezweifelt (Bl. 496 d.A.), ergibt sich der Übergang der Antragsberechtigung und des Anspruchs auf die Abfindung auf die Erbengemeinschaft aus der gesetzlich angeordneten Gesamtrechtsnachfolge (§ 1922 Abs. 1 BGB) und ist deshalb nicht beweisbedürftig.

Damit sind sämtliche Antragsteller antragsberechtigt.

VI. Zwischenergebnis

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14 sind unzulässig. Die Anträge der übrigen Antragsteller sind zulässig.

C.

Unbegründetheit der zulässigen Anträge

Die Anträge der übrigen Antragsteller auf gerichtliche Bestimmung einer angemessenen Abfindung sind unbegründet.

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

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

2. Verfahrensvoraussetzungen für die Bestimmung der angemessenen Abfindung erfüllt

Der gemäß § 327c Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 Nr. 4 AktG zu erstattende Prüfungsbericht der vom Gericht bestellten sachverständigen Prüferin und die Stichtagserklärung vom 10. Juli 2015 liegen vor, wie bereits ausgeführt. Die im Prüfungsbericht (PB Seite 18) offengelegte Parallelprüfung durch die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin und durch die vom Gericht bestellte sachverständige Prüferin ist zulässig (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. Dezember 2008 – 20 W 12/08 –, Rn. 136) und kein Indiz für mangelnde Sorgfalt bei der Prüfung. Der vorgelegte Prüfungsbericht und die ergänzende Erörterung in der mündlichen Verhandlung lassen erkennen, dass die sachverständige Prüferin eigenständige Analysen, Bewertungen und Berechnungen zur Plausibilisierung des Bewertungsgutachtens durchgeführt hat. Damit hat sie ihre Aufgabe erfüllt.

3. Grundsätze der Angemessenheitsprüfung

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

a. Bewertung als Tatsachenfrage

Der ausscheidende Aktionär muss nach Art. 14 Abs. 1 GG erhalten, „was seine gesellschaftliche Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, Rn. 47, juris). Er muss „für den Verlust seiner Rechtsposition und die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung wirtschaftlich voll entschädigt werden“. Die Entschädigung muss „den ‚wahren‘ Wert des Anteilseigentums widerspiegeln“. Das entspricht dem Betrag, den er bei einer „freien Dispositionsentscheidung“ erhalten hätte (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 –, juris Rn. 21, 23, 24; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09 –, juris Rn. 18).

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

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

b. Methodik zur Ermittlung des Verkehrswerts

Die Verkehrsfähigkeit der Aktie spielt bei der Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung eine zentrale Rolle, vor allem wenn es um Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften geht. Der Verkehrswert der Aktie, für dessen Verlust der Minderheitsaktionäre zu entschädigen ist, ist „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“

(BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 56, 60, 63). Anerkannt ist, dass bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft neben der herkömmlichen, betriebswirtschaftlich anerkannten Ertragswertmethode auch die Heranziehung des Börsenkurses als alternative Bemessung in Betracht kommt. Ist nur ein Teil der Aktien börsennotiert, gilt das zumindest für börsennotierte Papiere (Koch, in Hüffer/Koch a.a.O. § 305 Rn. 36). Das auszuübende Schätzungsermessens nach § 287 Abs. 2 ZPO umfasst auch die Freiheit, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 138 ff., 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 67; OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35 ff., 52 ff.; im Grundsatz auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12 –, juris Rn. 24, einschränkend jedoch bei nicht aussagekräftigem, weil im entschiedenen Fall durch öffentliche Angebote verzerrtem Börsenkurs; vgl. auch LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 136/15 KfH SpruchG – juris Rn. 72 ff.).

Scheidet ein Rückgriff auf Börsenkurse im Sinne einer ausschließlich kapitalmarktorientierten Bewertung wie hier aus, weil es zum Bewertungsstichtag an einer Börsennotierung der Aktie fehlt und weil der Börsenhandel über ein Jahr vor dem Bewertungsstichtag eingestellt wurde („Delisting“), dann muss auf eine andere betriebswirtschaftlich anerkannte Bewertungsmethode zurückgegriffen werden, etwa die Ertragswertmethode.

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

c. Prüfungsschritte der Angemessenheitsprüfung

Im Falle einer richterlichen Angemessenheitsprüfung obliegt es nach Auffassung der Kammer im ersten Schritt dem Tatrichter zu prüfen, ob die Unternehmensbewertung nach dem Bewertungsgutachten und dem Bericht des sachverständigen Prüfers „auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Methoden beruht“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, Rn. 148). Dazu

gehört auch, ob die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Bewertung methodisch konsistent ist, ob die inhaltlichen Prämissen der Bewertung zugrunde gelegt werden können, ob der Börsenkurs (sofern existent) berücksichtigt wurde, und ob die zugrunde liegenden Daten und Zukunftseinschätzungen fachgerecht abgeleitet wurden (vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdb GesR 5. Aufl. Bd. 7 § 34 Rn. 89 ff.; Singhof, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 327c Rn. 10 zum „Squeeze Out“). Ist das der Fall, so bilden das Gutachten und der Bericht eine hinreichende Schätzgrundlage, so dass die Angemessenheit der vom Hauptaktionär angebotenen Abfindung bejaht werden kann (OLG Stuttgart, a.a.O. Rn. 148). Das gilt selbst dann, wenn die vom Bewertungsgutachter und dem sachverständigen Prüfer herangezogene Methode aus Sicht des Gerichts „nicht optimal“, aber „angemessen, geeignet und vertretbar“ ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35).

Das OLG Stuttgart hat ausgeführt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 141): „Das Gericht ist im Rahmen seiner Schätzung des Verkehrswertes des Aktieneigentums nicht gehalten, darüber zu entscheiden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode richtig sind. Vielmehr können Grundlage der Schätzung des Anteilswerts durch das Gericht alle Wertermittlungen sein, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion nicht einhellig vertreten werden.“ Es ist nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, einen Beitrag zur Klärung von in der Betriebswirtschaftslehre umstrittener Fragen zu leisten oder zu entscheiden, welcher der in den Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Aspekten des Ertragswertverfahrens vertretenen Auffassungen der Vorzug gebührt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris Leitsatz und Rn. 81; vgl. auch KG Berlin, Beschluss vom 14. Januar 2009 – 2 W 68/07 –, Rn. 36, juris). Daran ist auch nach der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 festzuhalten.

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

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

Der Ertragswertmethode, ob nun in Gestalt des CAPM oder des Tax-CAPM, wird in der Literatur vorgeworfen, dass die gebräuchlichen Berechnungsmodelle aufgrund ihrer Bedingungen, die nur in einer idealen Modellwelt Gültigkeit hätten, eine „pseudo-mathematische Exaktheit“ vortäuschten. Die Konsequenz könne zum Schutz der außenstehenden Aktionäre nur darin liegen, „sich wo immer möglich an Marktpreisen zu orientieren“ – trotz verbreiteter Einwände der Betriebswirtschaftslehre (Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 8. Aufl. 2016, § 305 AktG Rn. 41a, 41b, 69b). Börsenkurse zum Bewertungsstichtag stehen im vorliegenden Fall aber wegen des über ein Jahr zuvor erfolgten „Delistings“ nicht zur Verfügung, wie bereits ausgeführt.

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

4. Maßgeblicher Bewertungsstichtag

Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist der Tag, an dem die Hauptversammlung den Übertragungsbeschluss gefasst hat, hier also der **10. Juli 2015**.

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

1. Grundsätzliches

Im IDW Standard „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ (IDW S 1 i.d.F. 2008) heißt es (Tz. 4, 5):

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

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

Der Unternehmenswert bestimmt sich nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Der Ertragswert ergibt sich aus der risikoadäquaten Diskontierung künftig erwarteter Nettozuflüsse der Anteilseigner aus dem Unternehmen.

Grundlage für die zur Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren erforderliche Prognose der künftigen Erträge (IDW S 1, Tz. 25) sind unternehmensbezogene Informationen, insbesondere die internen Planungsdaten der Gesellschaft, wobei vergangenheits- und stichtagsbezogene Informationen nach dem IDW S 1 nur insoweit von Bedeutung sind, als sie als Grundlage für die Schätzung künftiger Entwicklungen oder für die Vornahme von Plausibilitätsbeurteilungen dienen können. Die Vergangenheitsanalyse bildet den Ausgangspunkt für die Prognose künftiger Entwicklungen und für die Vornahme von Plausibilitätsüberlegungen des Wirtschaftsprüfers (IDW S 1, Tz. 70 ff.).

Die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge sind gerichtlich nur eingeschränkt überprüfbar. Zu berücksichtigen ist, dass es nicht nur eine richtige Prognose über die künftige Entwicklung eines Unternehmens gibt. In den seltensten Fällen trifft sie so wie vorhergesagt ein (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013 – 20 W 4/12 –, Rn. 84). Unternehmerische Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entschei-

gen müssen auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen beruhen. Sie dürfen nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf ihre Annahme nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gutachters oder des Gerichts ersetzt werden. Im Rahmen eines Spruchverfahrens unterliegt die der Bewertung zugrunde gelegte Planung einer nach den vorgenannten Maßstäben eingeschränkten gerichtlichen Prüfung (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 75; Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 79; Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 180; Beschluss vom 14. September 2011 – 20 W 4/10 –, Rn. 71; Beschluss vom 26. Oktober 2006 – 20 W 14/05 –, Rn. 28; ebenso OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12).

Im Spruchverfahren sind deshalb vorhandene Planungsrechnungen nur auf ihre Plausibilität zu überprüfen. Eine richterliche Korrektur der Planung im Spruchverfahren ist grundsätzlich nur dann zulässig, wenn die der Bewertung zugrunde gelegte eigenverantwortliche Planung des Unternehmens nicht plausibel und unrealistisch ist. Fehlen allerdings Planungsrechnungen oder sind sie nicht plausibel, so sind sachgerechte Prognosen zu treffen oder Anpassungen vorzunehmen (OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013 – 20 W 4/12 –, Rn. 84; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 30; zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit der Beschränkung auf eine Plausibilitätsprüfung BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10 –, Rn. 12, 30).

2. Der Bewertung zugrunde liegende Planzahlen

Dem Bewertungsgutachten liegt folgende Ertragsplanung für den Detailplanungszeitraum von 2015 bis 2019 zugrunde (BewGA Seite 32, Hervorhebung durch das Gericht):

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
in TEUR u.v. a.	norm.	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	TV
Umsatzerlöse	41.836	44.032	45.333	46.837	48.538	50.321	50.950
Bestandsveränderungen	-113	229	183	148	145	168	188
Aktivierbare Eigenleistungen	69	100	100	100	100	100	101
Materialaufwand	-17.904	-18.472	-20.116	-20.635	-21.431	-22.325	
Sonstige betriebliche Erträge	358	323	340	275	290	295	
Personalaufwand	-16.481	-16.253	-16.669	-17.168	-17.681	-18.207	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4.452	-4.209	-4.458	-4.695	-4.812	-5.045	
Abschreibungen	-1.473	-1.248	-1.318	-1.312	-1.280	-1.288	-1.727

Quelle: Unternehmensangaben

3. Planungsprozess und allgemeine Einwände gegen die Planzahlen

Aus dem Bewertungsgutachten ergibt sich, dass die (im Wesentlichen, mit Ausnahme punktueller Anpassungen der Bewertungsgutachterin) zugrunde gelegten konsolidierten Planzahlen der Jahre 2015 bis 2019 vom Vorstand der Jetter AG stammen, am 12. Mai 2015 von diesem verabschiedet und am 15. Mai 2015 vom Aufsichtsrat genehmigt wurden. Die konsolidierte Planungsrechnung umfasste die Planungen für die Jetter AG, die futronic GmbH sowie die Jetter Automation Technology (Shanghai) Co. Ltd. (BewGA Seite 28). Diese Planung vom Mai 2015 war auch der Ausgangspunkt für die Prüfung durch die sachverständige Prüferin (PB Seite 18).

a. Anlassbezogene Planung?

Mehrere Antragsteller behaupten ausdrücklich oder sinngemäß u.a., wie bereits zusammenfassend dargestellt, dass die der Bewertung zugrunde gelegte Planungsrechnung zu Lasten der Minderheitsaktionäre „anlassbezogen“ und „besonders pessimistisch“ ausgefallen sei. Zunächst soll hier auf den Vorwurf der „anlassbezogenen“ Planung eingegangen werden.

Als problematisch anzusehen wäre, wenn ein Bewertungsgutachten bei Planannahmen faktisch „Sonderplanungen“ zugrunde legt, die ausschließlich zu Bewertungszwecken und außerhalb des formalen unternehmerischen Planungsprozesses erstellt wurden. Eine derartige „Sonderplanung“ ist kritisch zu sehen und fällt nur bedingt unter die unternehmerische Planungsvorhand der Gesellschaft (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12a W 2/15 –, Rn. 35, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. August 2016 – I-26 W 17/13 (AktE) –, Rn. 45, juris). Anlassbezogene Plananpassungen wären kritisch zu prüfen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 82, juris; Stilz/Liebert/Katzenstein, in MünchHdB GesR 5. Aufl. 2016, § 34 bei Fn. 291 m.w.N.). Die Anpassung der Planung an neue Erkenntnisse im Vorfeld einer Unternehmensbewertung ist hingegen nicht per se unzulässig, sondern vielmehr in vielen Fällen geboten (OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 81, 89, juris). Eine Planung, die ausschließlich zum Zwecke der Ermittlung der Abfindungshöhe für Minderheitsaktionäre aufgestellt wird, würde ohne die gesetzlich vorgesehene gerichtliche Prüfung die Tendenz zu pessimistischer Sichtweise und Unterbewertungen aufweisen. Gerade deswegen hat aber der Gesetzgeber die Kontrolle durch den sachverständigen Prüfer und anschließend das Gericht eingeführt. Unter Berücksichtigung der Kontrolle und der dem Unternehmen bei einer erforderlichen Neubewertung erwachsenden erheblichen

Kosten ist ein Anreiz zu einer systematischen Unterbewertung durch die Gesellschaft kaum mehr plausibel (OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. März 2012 – 21 W 11/11 –, Rn. 25, juris).

Der Bewertung im vorliegenden Fall liegen aktualisierte Planzahlen aus einer Budgetplanung vom November 2014 für 2015 und die Mehrjahresplanung vom Mai 2015 zugrunde. Die Kammer stellt fest, dass diese Planzahlen einem regulären Planungsprozess der Jetter AG entnommen wurden.

Bis zur Übernahme durch den Bucher Industries Konzern hatte es bei der Jetter AG keine Dreijahresplanung gegeben (BewGA Seite 30; Bl. 784 d.A.). Zum regulären Planungsprozess lässt sich dem Bewertungsgutachten entnehmen, dass der Vorstand der Jetter AG im letzten Quartal des Geschäftsjahres 2013/2014, das am 31. März 2014 und damit etwa 15 Monate vor dem Bewertungsstichtag (10. Juli 2015) endete, festgelegt habe, dass im Rahmen der strategischen Planung im zweiten Quartal eines jeden Geschäftsjahres eine mittelfristige Planung der Gewinn- und Verlustrechnung für die drei Folgejahre erstellt werden soll. Im vierten Quartal eines Geschäftsjahres erfolge dann eine detaillierte verbindliche Budgetplanung für das erste Planjahr (BewGA Seite 30).

Dass es erst seit 2014 überhaupt eine Dreijahresplanung gab, hängt mit der Größe der Jetter AG und der bis zur Mehrheitsübernahme durch den Bucher Industries-Konzern fehlenden Einbindung in einen Konzern zusammen. Wirtschaftsprüfer Wagner hat dazu bei der Anhörung am 02. Oktober 2018 nachvollziehbar ausgeführt, dass der Bucher Industries-Konzern ein weitverzweigter Konzern sei, der anders als ein mittelständisches Unternehmen wie die Jetter AG durchaus Planungs- und Controllinginstrumente vorhalte und einsetze (Bl. 784 d.A.). Der Kammer leuchtet ein, dass der beherrschende Gesellschafter mit der Mehrheitsübernahme ein Interesse daran hatte, dass auch die Jetter AG eine entsprechende Planungsrechnung aufstellt.

Berücksichtigt man die Umstellung des Geschäftsjahres auf das Kalenderjahr zum 31. Dezember 2014 (Übertragungsbericht Seite 6), so steht es in zeitlich nachvollziehbarer Weise in Einklang mit der erwähnten Festlegung des Vorstands der Jetter AG vom letzten Quartal des Geschäftsjahres 2013/14 und entspricht dem regulären Planungsprozess der Gesellschaft, dass im November 2014 eine detaillierte Budgetplanung für das Geschäftsjahr 2015 fertiggestellt und am 12. November 2014 verabschiedet wurde (BewGA Seite 30; soweit im Prüfungsbericht auf Seite 18 von einer Budgetplanung vom „12. Oktober 2014“ die Rede ist, handelt es sich um einen redaktionellen Fehler, wie bei der Anhörung von Wirtschaftsprüferin Brandenstein geklärt werden konnte, vgl. Bl. 783).

Diese detaillierte Budgetplanung vom November 2014 für 2015 wurde als „rollierender Forecast“ vierteljährlich aktualisiert, wie dem Bewertungsgutachten zu entnehmen ist (BewGA Seite 30). Wirtschaftsprüferin hat bei der Anhörung glaubhaft bestätigt, dass diese Aktualisierung ebenfalls dem üblichen Planungsprozess der Jetter AG entsprochen habe (Bl. 783 d.A.). Der „rollierende Forecast“ enthielt beispielsweise einen gegenüber den Budgetwerten vom November 2014 um 0,1 Mio. erhöhten Umsatz, und anstelle eines EBIT 2015 von 3,3 Mio. EUR rechnete die Gesellschaft nun mit einem geringfügig erhöhten EBIT 2015 von 3,4 Mio. EUR. Die Zahlen aus der „rollierenden Forecast“ des ersten Quartals 2015 flossen in die im Mai 2015 von Vorstand und Aufsichtsrat der Gesellschaft verabschiedeten bzw. genehmigten Planzahlen ein, wie von Wirtschaftsprüferin bestätigt (Bl. 782 d.A.), und wurden bei der Bewertung zugrunde gelegt (BewGA Seite 30, 32). Eine „ungewöhnliche Plananpassung“ ist in dieser Aktualisierung weder in formaler noch in inhaltlicher Hinsicht zu sehen.

Dass die strategische Mittelfristplanung am 12. bzw. 15. Mai 2015 und somit im zweiten Quartal des Geschäftsjahres 2015 vom Vorstand verabschiedet und vom Aufsichtsrat der Jetter AG genehmigt wurde (vgl. BewGA Seite 28, 30), steht in zeitlicher Hinsicht ebenfalls in Einklang mit der bereits erwähnten Festlegung des Vorstands vom letzten Quartal des Geschäftsjahres 2013/14 und dem regulären Planungsprozess.

Die einzige formale Besonderheit der Mittelfristplanung vom Mai 2015 bestand darin, dass sie sich abweichend von der erwähnten Festlegung des Vorstands nicht auf eine Dreijahresplanung (Geschäftsjahre 2016 bis 2018) beschränkte, sondern auf einen Vierjahreszeitraum (Geschäftsjahre 2016 bis 2019) erstreckte. Eine inhaltliche Besonderheit lag, wie dem Bewertungsgutachten zu entnehmen ist, in der im Vergleich zur Dreijahresplanung von 2014 deutlich höheren Planungstiefe (BewGA Seite 30).

Die bloße Verlängerung des Planungshorizonts der ansonsten einem regulären Planungsprozess der Jetter AG entnommenen Mittelfristplanung wurde jedoch nachvollziehbar erklärt und bewirkt bei einer Gesamtbetrachtung unter Berücksichtigung auch des Inhalts der Planung nicht, dass die gesamte der Bewertung zugrunde gelegte Planung als „anlassbezogen“ einzuordnen und als Bewertungsgrundlage zu verwerfen wäre. Dasselbe gilt für die von vornherein nicht zu beanstandende, weil auf einer unternehmerischen Entscheidung beruhende größere Planungstiefe gegenüber der Mittelfristplanung von 2014. Beides hält der geforderten intensiven Prüfung (Stilz/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 bei Fn. 291 m.w.N.) stand:

Dem Bewertungsgutachten ist zu entnehmen, dass „im April 2015“ der Planungshorizont „für Bewertungszwecke“ (über den Dreijahreszeitraum hinaus) verlängert wurde. Das sei erforderlich gewesen, um im bestehenden Unternehmenskonzept und innerhalb der festgelegten Unternehmensstrategie „Ergebnistrends bis zum Erreichen eines eingeschwungenen Zustands sachgerecht abzubilden“ (BewGA Seite 30). Die Jetter AG hatte nach Eintritt eines neuen CEO ab 2014 mit umfangreichen Restrukturierungsmaßnahmen begonnen, die 2015 fortgesetzt wurden (Bl. 791 d.A.). Die Gesellschaft hatte im Februar 2015 die Präsentation einer neuen Unternehmensstrategie fertiggestellt. Die Bewertungsgutachterin bezeichnet das Jahr 2014 deshalb nachvollziehbar auch als ein „Übergangs- und Umbruchjahr“ in der Firmengeschichte und führt aus, die im Februar 2015 verabschiedete neue Strategie sei erstmalig in die Planzahlen vom Mai 2015 eingeflossen, während im Jahr 2014 die mittelfristige Entwicklung „noch nicht mit hinreichender Sicherheit abgebildet werden konnte“ (BewGA Seite 30).

Im Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin findet sich der weitere Hinweis, dass die 2014 begonnenen Restrukturierungsmaßnahmen und die Auswirkungen der erst im Februar 2015 verabschiedeten neuen Unternehmensstrategie dazu führen, dass „nach Einschätzung der Gesellschaft“ erst 2019 von einem „eingeschwungenen Zustand“ ausgegangen werden könne (PB Seite 36). Wirtschaftsprüfer Wagner hat bei der Anhörung zwar von einer Entscheidung des Vorstands zu einer „anlassbezogenen“ Verlängerung des (üblichen Dreijahres-) Planungszeitraums auf vier Planjahre gesprochen und infrage gestellt, ob diese Verlängerung „zwingend erforderlich“ gewesen ist. Er hat aber auch überzeugend vermittelt, dass es dabei darum gegangen sei, dem Vorwurf der Minderheitsaktionäre zu entgehen, zu schnell in die „ewige Rente“ zu gehen, und dass Ziel gewesen sei, „mit den Planzahlen 2019 mehr in Richtung nachhaltiges Ergebnis zu gehen“. Das sei im Ergebnis nicht zu Lasten der abzufindenden Aktionäre gewesen (Bl. 784 d.A.). Hierauf wird bei der Erörterung der einzelnen Planzahlen noch eingegangen werden.

Das nachhaltig erzielbare Ergebnis ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren von besonderer Bedeutung.

Sowohl der gegenüber der früheren Dreijahresplanung verlängerte Zeitraum der Planung vom Mai 2015 (bezogen auf die Jahre 2016 bis 2019) als auch die höhere Planungsintensität gegenüber der Mittelfristplanung von 2014 sind damit durch sachliche Gründe gerechtfertigt und wirken sich nicht zulasten der Minderheitsaktionäre aus. Eine in formaler Hinsicht „anlassbezogene“ Planung liegt nicht vor.

b. Eigenverantwortlichkeit der Planung und Einflussnahme von Bucher Industries?

Zwar ergibt sich sowohl aus dem Bewertungsgutachten als auch aus dem Prüfungsbericht, dass der Vorstand der Jetter AG den beteiligten Wirtschaftsprüfern versichert habe, die Planung „autonom“ erstellt zu haben (BewGA Seite 6; PB Seite 7). Verschiedene Formulierungen im Bewertungsgutachten ließen aber den Verdacht aufkommen, dass der Bucher Industries-Konzern erheblichen Einfluss auf den Inhalt der Planung genommen haben könnte und dass es an einer eigenverantwortlichen Planung des Vorstands der Jetter AG fehlen könnte. So ist dort etwa davon die Rede, die Planung sei (nur) „unter Einbezug von Planungsverantwortlichen“ erstellt worden, und die Mittelfristplanung 2014 sei „lediglich vor dem Hintergrund des formalen Planungsprozesses des Bucher Industries-Konzerns“ erfolgt (BewGA Seite 30). Die Formulierung im Bewertungsgutachten, wonach die Bucher Beteiligungsverwaltung AG in den Planungsprozess „nicht unmittelbar eingebunden“ gewesen sei (BewGA Seite 6), provozierte die Frage, ob die Mehrheitsaktionärin oder andere Unternehmen des Bucher Industries-Konzerns in den Planungsprozess der Jetter AG „mittelbar eingebunden“ waren, und wenn ja, in welcher Weise. Das Gericht hat der sachverständigen Prüferin im Anhörungstermin entsprechende Fragen gestellt (Bl. 784 ff. d.A.), die auch schlüssig beantwortet wurden.

Der Verdacht einer fehlenden eigenverantwortlichen Planung der Jetter AG konnte im Ergebnis entkräftet werden.

Die zitierten Formulierungen im Bewertungsgutachten lassen sich aus Sicht der Kammer beispielsweise darauf zurückführen, dass der Bucher Industries-Konzern technische Planungstools zur Verfügung gestellt und Vorgaben zum Planungsformat gemacht hat, wie Wirtschaftsprüfer¹ ausgeführt hat (Bl. 786 d.A.). Dass ein Konzern derartige Vorgaben aufstellt, um die Planzahlen der in den Konzern eingebundenen Unternehmen auch für die eigene Konzernplanung verwenden zu können, leuchtet der Kammer ein. Dass der Vertriebsleiter der Jetter AG mit Großkunden (also auch mit Bucher Emhart Glass als einem wichtigen Großkunden) deren Planung für das nächste Jahr abgestimmt hat, worin eine „mittelbare Einbindung“ von Unternehmen des Bucher Industries-Konzerns in die Planung der Jetter AG gesehen werden könnte, ist kein Vorgang, der typischerweise durch die Beteiligung von Bucher bedingt ist, sondern ein auch bei Planungsprozessen in anderen Unternehmen üblicher Vorgang, wie von Wirtschaftsprüferin¹

überzeugend erklärt (Bl. 786 d.A.). Sie hat zudem ausgeführt, dass sich bei der Prüfung vor Ort, bei der es u.a. zweitägige „Planungsmeetings“ mit Verantwortlichen des Unternehmens gab, keine Hinweise auf „von Seiten Bucher“ gemachte (inhaltliche) Planvorgaben ergeben hätten (Bl. 785, 787 d.A.).

Bei der Anhörung der sachverständigen Prüfer konnte auch der Hintergrund der bereits erwähnten Formulierung im Bewertungsgutachten geklärt werden, wonach die Planungsrechnung „unter Einbezug der Planungsverantwortlichen“ erstellt worden sei (BewGA Seite 31). Hier geht es darum, dass die Planung der Jetter AG nach dem „Gegenstromprinzip“, einer Kombination aus „Top down-“ und „Bottom up“-Ansatz, erstellt worden ist, wie bereits im Bewertungsgutachten an anderer Stelle ausgeführt (BewGA Seite 29). Mit der „Bottom up“-Planung steht im Einklang, dass etwa bei der Planung der Umsatzerlöse der Vertriebsleiter, für die Produktion der Produktionsleiter, für die Finanzen der CFO der Jetter AG und bei den Planzahlen für die Tochtergesellschaft Futronic GmbH deren Geschäftsführer involviert waren, wie Wirtschaftsprüfer ausgeführt hat (Bl. 785 d.A.).

Wirtschaftsprüferin Brandenstein und Wirtschaftsprüfer haben bei der Anhörung glaubhaft erklärt, dass sich insbesondere weder bei den Gesprächen, die von ihnen mit dem Vorstand und mit Führungskräften der Jetter AG geführt worden sind, noch bei dem „Benchmark“-Vergleich Anhaltspunkte für eine nicht autonome, maßgeblich durch Bucher bestimmte Planung des Vorstands der Jetter AG ergeben hätten (Bl. 784 ff., 787 d.A.). Im Ergebnis bestätigt sich damit nach Auffassung der Kammer, dass die im Mai 2015 von Vorstand und Aufsichtsrat beschlossenen bzw. genehmigten Planzahlen eine eigenständige unternehmerische Planung der Jetter AG darstellen.

c. Plananpassungen

Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin schreiben, dass sie keine „außergewöhnlichen Anpassungen zum ausschließlichen Zweck der Unternehmensbewertung“ festgestellt hätten bzw. dass es keine Hinweise für Derartiges gebe (BewGA Seite 31; PB Seite 38). Diese Formulierung hat die Antragsteller Ziff. 1 und Ziff. 2 zu der Mutmaßung veranlasst, dass (im Umkehrschluss) demnach durchaus nicht außergewöhnliche Plananpassungen ausschließlich zu Bewertungszwecken sowie auch außergewöhnliche Plananpassungen zu (auch) sonstigen Zwecken vorgenommen worden sein müssten (Bl. 5 d.A.). Die Antragsgegnerin trägt vor, insoweit handele es sich um eine „falsche Mutmaßung“. Ihre Erwiderung zeigt, dass sie an dieser Stelle nicht von möglichen (für die Minderheitsaktionäre ungünstigen) bewussten Anpassungen der früheren Planzahlen durch den Vorstand allein aus Anlass der Unternehmensbewertung spricht, sondern (wohl) von Anpassungen der Planzahlen der Jetter AG durch die Bewertungsgutachterin (Verlängerung der Dreijahresplanung auf den Fünfjahreszeitraum und Eliminierung von Abschreibungen auf im Rahmen der Übernahme gehobene stille Reserven) (Bl. 510 d.A.).

Die Anhörung von Wirtschaftsprüferin . . . und Wirtschaftsprüfer . . . hat deutlich gemacht, dass es um Anpassungen der Planzahlen durch die Bewertungsgutachterin im Rahmen des Bewertungsprozesses geht (Bl. 787 d.A.). Das bedeutet, dass es für Zwecke der Unternehmensbewertung nicht ausschließlich bei den vom Vorstand und Aufsichtsrat im Mai 2015 verabschiedeten Planzahlen blieb, sondern dass diese Zahlen von der Bewertungsgutachterin punktuell angepasst wurden.

Der Vorstand hatte eigenverantwortlich lediglich die Gewinn- und Verlustrechnung für das Budgetjahr 2015 und für die Mittelfristplanung 2016 bis 2019 aufgestellt. Wie nach den Erfahrungen der Kammer in Spruchverfahren häufig zu beobachten und nicht zu beanstanden, fehlte eine abgestimmte Bilanz- und Finanzplanung, die zwangsläufig von der Bewertungsgutachterin erstellt werden musste. Hieraus können sich allerdings Rückwirkungen auf die GuV-Planung ergeben (Bl. 788 d.A.).

Die erwähnten „Anpassungen“ durch die Bewertungsgutachterin betrafen u.a. Adjustierungen der GuV-Planung nach Aufstellung der Bilanz- und Finanzplanung. Wirtschaftsprüfer Wagner hat nachvollziehbar dargestellt, dass es etwa um Bestandsveränderungen ging, die Korrekturen erforderlich machten, um die GuV-Planung und die Planbilanzen aufeinander abzustimmen. Außerdem sei es darum gegangen, in der Vergangenheit als Personalaufwand abgebildete Aufwendungen für Rückdeckungsversicherungen in sonstigen betrieblichen Aufwand umzugliedern (Bl. 788 d.A.).

Wirtschaftsprüferin . . . hat sinngemäß ergänzend ausgeführt, dass die Höhe der Pensionsrückstellungen vom Vorstand der Jetter AG nicht (exakt) geplant, sondern entsprechende Aufwendungen nur grob, ohne konkrete Berechnungen, in den Personalaufwand eingestellt gewesen seien. Im Rahmen des Bewertungsprozesses sei zur Höhe der (angemessenen) Pensionsrückstellungen eine Berechnung des Aktuars eingeholt worden. Das führte zu gegenüber der Planung geringerem Aufwand und hatte damit einen für die abzufindenden Aktionäre positiven ergebniserhöhenden Effekt (Bl. 788 d.A.).

Schließlich waren in den verabschiedeten Planzahlen für Berichtszwecke im Bucher Industries-Konzern auch Abschreibungen auf im Rahmen der Übernahme gehobene stille Reserven enthalten, die im Konzernabschluss der Jetter AG nicht auszuweisen waren und die – von der sachverständigen Prüferin als sachgerecht gebilligt – seitens der Bewertungsgutachterin im Rahmen des Bewertungsprozesses eliminiert worden waren (PB Seite 37 d.A.). Auch diese von der Bewertungsgutachterin vorgenommene Anpassung hatte einen ergebniserhöhenden, für die abzufindenden Aktionäre günstigen Effekt (Bl. 788 f. d.A.).

Wenn die Geschäftsführung aufgrund zutreffender Informationen „vernünftigerweise annehmen darf, ihre Planung sei realistisch“, dann dürfen die Planannahmen der Geschäftsführung des zu bewertenden Unternehmens zwar grundsätzlich nicht durch den Gutachter oder das Gericht durch andere, ebenfalls nur vertretbare Annahmen ersetzt werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 119, juris). Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Plananpassungen sind aber aus folgenden Gründen unbedenklich:

Erstens sind sie teilweise (etwa im Hinblick auf die im Rahmen des konzerninternen Berichtswesens geplanten, für Bewertungszwecke zu eliminierenden und tatsächlich auch eliminierten Abschreibungen) lediglich der Planungssystematik der Jetter AG geschuldet.

Zweitens bedeuten sie gerade nicht, dass die Plausibilität der vorrangig heranzuziehenden unternehmenseigenen Planung im vorliegenden Fall in Frage zu stellen wäre. Teilweise (etwa im Hinblick auf die Erstellung einer bei der unternehmenseigenen Planung fehlenden Bilanz- und Finanzplanung und der Berücksichtigung ihrer Rückwirkungen auf die GuV-Planung) dienen sie der notwendigen Planergänzung für Zwecke der Unternehmensbewertung. Fehlen Planungsrechnungen des Unternehmens ganz oder teilweise, die für Bewertungszwecke erforderlich sind, so wird selbst als unbedenklich angesehen, wenn derartige Ergänzungen noch im Spruchverfahren im Wege der richterlichen Schätzung nachgeholt würden (Stilz/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 127 m.w.N.).

Drittens sind die vorgenommenen Anpassungen unbedenklich, weil sie sich zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirken. Der Fall einer bedenklichen eigenmächtigen Änderung von Planzahlen durch den Bewertungsgutachter zuungunsten der Minderheitsaktionäre bei vorausgegangener fehlender Plananpassung durch den Vorstand trotz Hinweises des Wirtschaftsprüfers auf Bedenken gegen die Plausibilität der unternehmenseigenen Planung liegt hier gerade nicht vor (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 162, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 129, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 – I-26 W 9/14 (AktE) –, Rn. 33, juris). Die Bewertungsgutachterin hat mit den hier vorgenommenen punktuellen Anpassungen und Ergänzungen der unternehmenseigenen Planzahlen nicht – was unzulässig wäre – die Geschäftspolitik des zu bewertenden Unternehmens im Bereich der Planung „an sich gezogen“. Ein Verstoß der Bewertungsgutachterin gegen den Grundsatz der Planungsautonomie der Unternehmensleitung (Ihlau/Duscha, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung 6. Aufl. a.a.O. Seite 813) liegt in Bezug auf die von ihr vorgenommenen, im Bewertungskontext üblichen Anpassungen der Planzahlen nicht vor.

d. Zwischenergebnis

Die oben abgedruckten, bei der Bewertung zugrunde gelegten Planzahlen sind als eigene Planung der Jetter AG einschließlich der punktuellen, sachlich gerechtfertigten und angemessenen Plananpassungen durch die Bewertungsgutachterin zu akzeptieren und bei der Bewertung zu Recht zugrunde gelegt worden.

4. Plausibilität der Planzahlen (Detailplanungsphase)

a. Prüfung anhand von Vergangenheitszahlen und Branchenvergleich

aa. Vergangenheitsanalyse

Sowohl die Bewertungsgutachterin (BewGA Seite 31) als auch die sachverständige Prüferin (PB Seite 35 ff., 37) haben eine Vergangenheitsanalyse vorgenommen, um die Planungstreue zu überprüfen.

Die Bewertungsgutachterin hat dabei insbesondere einen Vergleich der Planzahlen mit den Ist-Zahlen des Geschäftsjahres 2013/2014 und des Rumpfgeschäftsjahrs vom 01. April 2014 bis 31. Dezember 2014 vorgenommen, erwähnt aber immerhin, dass bezüglich der Planung für 2013/2014 „stellvertretend für die Budgets der vorangegangenen Geschäftsjahre“ habe festgestellt werden können, dass die gesetzten Ziele „angesichts einer deutlichen Überschätzung der Marktposition der Jetter Gruppe nicht erreicht“ werden konnten (BewGA Seite 31). Die sachverständige Prüferin hat die Darstellung ihrer Analyse zur Planungstreue um ein weiteres zurückliegendes Geschäftsjahr (2012/2013) erweitert und stellt ebenfalls dar, dass es 2012/2013 wie auch 2013/2014 zu Planunterschreitungen sowohl bei Umsatzerlösen als auch beim EBIT gegeben habe und dass es erst 2014 infolge ungeplanter Zusatzerlöse insbesondere aus Projektgeschäft mit Bucher Emhart Glass sowie infolge nicht in der damaligen Planung reflektierter, dann aber realisierter Sparmaßnahmen zu einer Übererfüllung des Planergebnisses gekommen sei (PB Seite 35).

Die Kammer kann daher die Behauptung einiger Antragsteller (u.a. Antragsteller Ziff. 7 – Bl. 67 d.A.; Ziff. 22 – Bl. 224 d.A.), es fehle an jeglicher Vergangenheitsanalyse, nicht nachvollziehen.

Die Vornahme einer Vergangenheitsanalyse entspricht dem IDW S 1-Standard (Tz. 72). Diese Analyse verfolgt vor allem den Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognosen – hier insbesondere die Planzahlen für die Jahre 2015 bis 2019 – realistisch bzw. plausi-

bei sind. Die sachverständige Prüferin bewertet nach Durchführung der Vergangenheitsanalyse und der Planungstreue wie auch die Bewertungsgutachterin die vorgelegte Planung im Hinblick auf die Planungstreue als für Bewertungszwecke verwendbar (PB Seite 36).

Die Antragsteller Ziff. 22 (Bl. 225 d.A.) und Ziff. 39 (Bl. 389 d.A.) meinen, die zeitlich beschränkte Vergangenheitsanalyse könne „unmöglich Ausgangspunkt für eine Planungsrechnung“ sein. Sie scheinen damit (wohl eher) die Eignung des beschränkten Zeitraums für eine Plausibilitätsbetrachtung in Bezug auf die (damalige) Zukunftsplanung des Unternehmens in Frage zu stellen. Wirtschaftsprüfer ist dieser Überlegung bei der Anhörung mit mehreren überzeugenden Argumenten entgegengetreten (Bl. 793 d.A.):

Zum einen sei die Jetter AG in einem zyklischen Geschäft tätig, und bereits die im Bewertungsgutachten abgedruckten Grafiken zum Vergleich der prozentualen Umsatzveränderung der Maschinenbau-Branche, des Branchensegments „elektrische Automation“ und des aggregierten Umsatzes der Jetter AG und der Futronic GmbH (BewGA Seite 26, Abbildungen 12 und 13) veranschaulichten die (relevante) langfristige Entwicklung.

Zum andern sprächen die vorausgegangenen Verlustjahre nicht für die grundsätzliche Ungeeignetheit der herangezogenen IST-Zahlen für die Vergangenheitsanalyse. Wichtiger sei die Bereinigung dieser Zahlen.

Schließlich sei die beschränkte Darstellung der Vergangenheitsanalyse im Bericht auf maximal zwei bis drei abgelaufene Geschäftsjahre üblich.

Die Kammer hat keine tatsächlichen Anhaltspunkte dafür, dass – entgegen der Ausführungen im Prüfungsbericht – im vorliegenden Fall erst eine noch weiter in die Vergangenheit zurückgehende Analyse der Geschäftszahlen eine Plausibilisierung der Planzahlen ermöglicht hätte oder deren vermeintlich fehlende Plausibilität belegen könnte. Im Gegenteil, sprechen gerade die im Jahr 2014 begonnenen Restrukturierungs- und Einsparmaßnahmen und die Anfang 2015 verabschiedete neue Unternehmensstrategie dafür, dass den weiter in der Vergangenheit zurückliegenden Zahlen im Hinblick auf einen potentiellen werterhöhenden Effekt keine entscheidende Bedeutung zukommt.

Zu berücksichtigen ist auch, dass die Jetter AG vor dem Bewertungsstichtag noch nie Dividende ausgeschüttet hat, weil es an ausschüttbaren Gewinn fehlte und die Liquidität im Unternehmen benötigt wurde (Bl. 801 d.A.). Wirtschaftsprüferin sprach von Jahren mit negativem operativem Ergebnis, negativen EBIT-Margen und vom Jahr 2014 als „Turnaround“-Jahr (Bl. 797 d.A.). Die Planzahlen für 2015 bis 2019 gehen – für

die Minderheitsaktionäre durchaus günstig – von einem durchgehend positiven, im vierstelligen Millionenbereich liegenden EBIT und Jahresergebnis ab 2014 aus (BewGA Seite 32, 38) und legen durchgehend positive Nettomittelzuflüsse an die Anteilseigner beginnend mit dem ersten Planjahr zugrunde (BewGA Seite 38).

bb. Branchenvergleich

Der Kammer leuchtet ein, dass „ohne fundierte Kenntnisse des spezifischen Marktes, in dem ein Unternehmen tätig ist, eine Unternehmensplanung weder verifiziert noch modelliert werden kann“ (vgl. das Zitat von Habbel/Krause/Ollmann bei Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl. Seite 262). Dementsprechend sind sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin auf Markterwartungen und –trends, auf die Wettbewerbssituation und die Marktposition der Jetter-Gruppe eingegangen (BewGA Seite 14 f.; PB Seite 26 ff.).

Die Behauptung einiger Antragsteller (u.a. Antragsteller Ziff. 7 - Bl. 67 d.A.; Ziff. 22 – Bl. 224 d.A.; Ziff. 39 – Bl. 387 d.A.), es sei keine Marktanalyse vorgenommen worden, kann die Kammer nicht nachvollziehen.

b. Relevanz des Impairment-Tests?

Es ist davon auszugehen, dass die Bucher Industries AG zum Stichtag 31. Dezember 2014 (also über 6 Monate vor dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag) einen Impairment-Test hat durchführen lassen, um zu prüfen, ob bezüglich des nach IFRS im Konzernabschluss bilanzierten „Goodwill“ von 3,1 Mio. SFR außerplanmäßiger Abschreibungsbedarf bestehe. Einen solchen Abschreibungsbedarf verneinte die Bucher Industries AG. Grundlage des Impairment-Tests war eine Planung mit einem Horizont von 2015 bis 2017 (vgl. Bl. 9, 535 ff. d.A.). Einige Antragsteller bemängeln, wie bereits ausgeführt (oben A.), dass kein Abgleich des Bewertungsergebnisses vorgenommen worden sei.

Nach Erinnerung des Wirtschaftsprüfers lag der „Impairment Test“ der sachverständigen Prüferin bei ihrer Prüfung nicht vor (Bl. 794 d.A.). Bei der Anhörung hat er dargestellt, dass ein solcher Impairment Test häufig bereits vor dem Abschlussstichtag (hier also: dem 31. Dezember 2014) durchgeführt und lediglich nach dem Abschlussstichtag vor der Erteilung des Testats noch einmal zügig verifiziert werde (Bl. 794 d.A.). Ausgehend von einem solchen üblichen Ablauf, kann bei dem Impairment Test zum 31. Dezember 2014 nur die einjährige Budgetplanung vom November 2014 (die jedoch im ersten Quartal 2015 durch den „rollierenden Forecast“ aktualisiert wurde, wie bereits dargestellt)

und entsprechend der (bereits erwähnten) Festlegung des Vorstands eine Mittelfristplanung vom zweiten Quartal des Rumpfgeschäftsjahres 2014 für die Jahre 2015 bis 2017 zugrunde gelegen haben (vgl. Bl. 794 d.A.). Diese Planzahlen wären damit älter gewesen als diejenigen, die im Mai 2015 von Vorstand und Aufsichtsrat beschlossen bzw. genehmigt worden sind und die der vorliegenden Bewertung zugrunde gelegt wurden. Liegen für dieselben Planjahre unterschiedliche Planzahlen aus verschiedener Zeit vor, etwa eine ursprüngliche Planung und eine aktualisierte, so kommt es für die Unternehmensbewertung auf die zeitlich jüngere Planung an (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 129, juris).

Formal betrachtet, treffen die Argumente der Antragsgegnerin zu, dass erstens eine von der Bucher Industries AG zum Zwecke des Impairment-Tests vorgenommene eigene Bewertung ihrer mittelbar gehaltenen Anteile an der Jetter AG zum 31. Dezember 2014 bei der Unternehmensplanung des eigenverantwortlichen Vorstands der Jetter AG nicht maßgeblich ist, und dass zweitens die auf der Planung vom Mai 2015 aufbauende Bewertung zum Bewertungsstichtag 10. Juli 2015 ohnehin aktueller ist als diejenige, die zum 31. Dezember 2014 vom mittelbaren Mehrheitsaktionär vorgenommen wurde (vgl. Bl. 537 d.A.).

Wirtschaftsprüfer hat im Übrigen erklärt, dass die sachverständige Prüferin bei ihrer Prüfung nicht nur diejenigen Planzahlen zur Verfügung hatte, die in den Impairment-Test eingeflossen sein mögen, sondern noch weitere, wie sich aus den Ausführungen im Prüfungsbericht zur Analyse der Planungstreue ergebe (PB Seite 35; Bl. 795 d.A.). Dem erkennbaren Anliegen der vorgenannten Antragsteller, die Planzahlen des Impairment-Tests nicht unberücksichtigt zu lassen, wurde damit Rechnung getragen.

c. Bewertungsrelevanz von „Planvorgaben“ bei „Bonuszusagen“?

Die Antragsteller Ziff. 1 und 2 verlangen einen Abgleich der Planung, die der Bewertung zugrunde gelegt wurde, mit „denjenigen Planvorgaben, welche dem Jetter-Vorstand in der Form seiner Bonuszusagen für die Jahre 2014 und folgende“ gemacht worden seien (Bl. 5 d.A.). Die Antragsgegnerin spricht in ihrer Erwiderung von einer im April 2015 getroffenen Zielvereinbarung mit dem Vorstand und erklärt, dass in den Zielvereinbarungen weder für 2014 noch für 2015 langfristige, über das jeweils gegenständliche Wirtschaftsjahr hinausgehende finanzielle Ziele festgehalten seien. Bezüglich der Zielgröße Umsatz für 2015 stünden Planung und Zielvereinbarung in Einklang, bezüglich EBIT 2015 übertreffe der in der Planung angesetzte Wert den in der Zielvereinbarung festgelegten sogar (Bl. 534 d.A.).

Der konkrete Inhalt der Zielvereinbarungen mit den Vorständen, nach der die sachverständige Prüferin im Rahmen ihrer Prüfung nicht nachgefragt hat (Bl. 792 d.A.), kann für das vorliegende Verfahren dahingestellt bleiben. Denn bei den Planzahlen, die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden, muss es sich um realistische „Erwartungswerte“ handeln, von denen bei den Planannahmen auszugehen ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011 – 20 W 6/08 –, Rn. 133, juris). Ziel der Planung, die im Rahmen des Ertragswertverfahrens Grundlage einer objektiven Unternehmensbewertung sein soll, ist nicht die Schaffung von Anreizen für das Management, bestimmte Maßnahmen umzusetzen oder wirtschaftliche Ziele zu erreichen, sondern die Darstellung von Erwartungswerten möglicher künftiger Ausschüttungen, die es dann zu diskontieren gilt (vgl. zu letzterem Gleißner, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, Seite 877; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert 3. Aufl. Seite 24 f. und zur Erwartungswertbildung Seite 405 ff.).

Darin unterscheidet sich eine für die Unternehmensbewertung geeignete unternehmerische Planung von betriebswirtschaftlichen Zielen, deren Erreichen Voraussetzung für besondere „incentives“ etwa im Rahmen von Bonuszusagen ist und die als Anreiz für besonderes Engagement des Vorstands prämiert werden sollen; solche Ziele müssen nicht zwingend realistisch sein, es muss insbesondere nicht gleich wahrscheinlich sein, dass sie eintreten oder nicht. Eine „Anreizplanung“ (davon handelt etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Dezember 2017 – I-26 W 8/15 (AktE) –, Rn. 24, juris) oder Zielvorgaben, die im Rahmen von Bonuszusagen vorgegeben werden, bilden daher bei der Unternehmensbewertung keinen tauglichen Maßstab zur Überprüfung der Güte und Plausibilität einer Ertragsplanung aufgrund von realistischen Erwartungswerten. Der geforderte Abgleich der Planzahlen mit Zielvorgaben, die im Rahmen von Bonuszusagen vorgegeben wurden, ist damit weder erforderlich noch liefert er für die Unternehmensbewertung einen zusätzlichen Erkenntnisgewinn. Wirtschaftsprüfer¹ hat das bei der Anhörung bestätigt (Bl. 792 d.A.).

d. Synergien

Einige Antragsteller thematisieren die Behandlung von Synergieeffekten bei der Unternehmensbewertung.

Die Gesellschaft musste auf „stand alone-Basis“ für die Zwecke der Abfindungsbestimmung nach § 327a AktG so bewertet werden, wie sie ohne die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär stünde (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 169, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11 –, Rn. 146,

juris). Es durften nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung finden, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können. Der Anspruch auf angemessene Abfindung gewährt kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen, die sich (für den früheren Haupt- und dann Alleinaktionär oder für die Jetter AG) ohne den „Squeeze Out“ gar nicht ergeben hätten (vgl. zur entsprechenden Situation beim Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Februar 2000 – 4 W 15/98 –, Rn. 23, juris; vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 94, juris m.w.N.).

Dementsprechend basiert die „objektivierte Bewertung“ eines Unternehmens nach dem IDW S1-Standard i.d.F. 2008 (Abschnitt 4.4.2, Tz. 32) auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft, die die Ertragschancen von zum Bewertungsstichtag bereits eingeleiteten Maßnahmen oder aus hinreichend konkretisierten Maßnahmen im Rahmen des bisherigen Unternehmenskonzepts und der Marktgegebenheiten ergeben. Mögliche, aber noch nicht hinreichend konkretisierte Maßnahmen sowie die daraus vermutlich resultierenden finanziellen Überschüsse sind danach bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts unbeachtlich. Der IDW S1-Standard i.d.F. 2008 (Tz. 33 f.) unterscheidet weiter zwischen echten und unechten Synergieeffekten. Echte Synergieeffekte sind solche, die sich erst aufgrund des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages realisieren lassen; sie bleiben bei der Bewertung außer Betracht. Sogenannte unechte Synergieeffekte, d.h. solche, die sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen, sind hingegen zu berücksichtigen, wenn und insoweit die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (IDW S1, Tz. 34).

Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung ausgeführt, dass es am Bewertungsstichtag – gut eineinhalb Jahre nach dem Mehrheitserwerb – keine Anzeichen für „nicht eingeleitete“ bzw. noch nicht gehobene Synergien gegeben habe (Bl. 793 d.A.). Dem Übertragungsbericht (Seite 11 f.) zufolge, ist das Übertragungsverlangen der Mehrheitsaktionärin im Wesentlichen auf den Wunsch nach erhöhter Flexibilität bei etwaigen künftigen Strukturmaßnahmen und auf das Ziel der Kosteneinsparung (Hauptversammlungskosten) zurückzuführen. Aus dem pauschal gehaltenen Vortrag der Antragsteller ergeben sich auch keine Anhaltspunkte für konkrete weitere realistische, in den Planzahlen nicht hinreichend berücksichtigte Synergien.

e. Nichtberücksichtigung des 2014 implementierten Reorganisationskonzepts?

Verschiedene Antragsteller erwähnen das 2014 implementierte Reorganisationskonzept und bemängeln dessen unzureichende „Aufarbeitung“ bei der Prüfung der Planzahlen (u.a. Antragsteller Ziff. 1 – Bl. 4 ff., 6 ff. d.A.). Diese Kritik erweist sich als unbegründet.

Die Bewertungsgutachterin erwähnt ausdrücklich Restrukturierungsmaßnahmen und eine Neuausrichtung der Jetter-Gruppe, weshalb 2014 ein „Übergangs- und Umbruchsjahr“ in der Firmengeschichte darstelle (BewGA Seite 30). Erstmalig sei die im Februar 2015 verabschiedete Unternehmensstrategie abgebildet worden (BewGA Seite 30).

Vergleicht man die tatsächlich realisierten Umsatzzahlen, das EBIT und die Jahresergebnisse der Vergangenheit (2012/13, 2013/14 und Rumpfgeschäftsjahr 2014) mit den Planzahlen für die Jahre 2015 bis 2019, so fällt auf, dass die Planzahlen und Planergebnisse auf einem teils deutlich höheren Niveau liegen (vgl. BewGA Seite 18, 32). Das spricht dafür, dass die Jetter AG bei den der Bewertung zugrunde gelegten Planzahlen davon ausgegangen ist, dass die ergriffenen Restrukturierungsmaßnahmen und die Neuausrichtung positiv zu Buche schlagen. Dies wiederum spricht dafür, dass die genannten Maßnahmen und die Neuausrichtung entgegen der Auffassung der Antragsteller durchaus in der Planung berücksichtigt wurden.

Hinzu kommt, dass nach den nicht bestrittenen Angaben der Antragsgegnerin die im Rahmen des Reorganisationskonzepts getroffenen Maßnahmen zum Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens und damit vor dem Bewertungsstichtag bereits weitestgehend umgesetzt waren, was u.a. zur erstmaligen Rückkehr der Jetter AG in die Gewinnzone im Rumpfgeschäftsjahr vom 01. April bis 31. Dezember 2014 nach Verlusten in den Geschäftsjahren 2012/13 und 2013/2014 (vgl. BewGA Seite 18) beigetragen habe (Bl. 533 f. d.A.). Auch die Bewertungsgutachterin erklärt die Rückkehr in die Gewinnzone mit diesen Restrukturierungsmaßnahmen, nennt diese im Einzelnen und erwähnt deren weitestgehende Umsetzung (BewGA Seite 18).

Dementsprechend hat Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung ausgeführt, dass es Einsparmöglichkeiten gegeben habe, die in den IST-Zahlen des Jahres 2014 realisiert worden seien und dazu geführt hätten, dass das Geschäftsjahr 2014 besser gelaufen sei als die Planung für 2014. Wirtschaftsprüferin hat ebenfalls auf die verbesserten Zahlen des Jahres 2014 verwiesen und ausgeführt, dass die Einzelmaßnahmen, die unter das Reorganisationskonzept und die neue im Februar 2015 verabschiedete Unternehmensstrategie (beides als Einheit zu verstehen) zu subsumieren waren, Gegenstand ihrer Planungsbesprechungen mit den Verantwortlichen gewesen sei. Sie hat etwa

die 2014 vom neuen CEO begonnene "flächendeckende" Durchsetzung von Preissteigerungen gegenüber allen Kunden erwähnt. Aus Sicht der Kammer ist plausibel, dass von einem dadurch bereits 2014 erhöhten Preisniveau ausgehend, das für die Jetter AG am Markt durchsetzbare künftige Preissteigerungsvolumen im Planungszeitraum geringer sein würde, wie von ihr sinngemäß ausgeführt (Bl. 791 d.A.). Hinzu kommt, dass sich aus den Planzahlen für 2015 gegenüber 2014 eine weitere Verbesserung des EBIT und der EBIT-Marge ergibt (PB Seite 38), worauf Wirtschaftsprüferin bei der Anhörung zutreffend hingewiesen hat (Bl. 791 d.A.).

f. Plausibilisierung der Planzahlen im Einzelnen

Auch die einzelnen Planzahlen erweisen sich – mit der Maßgabe der von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen punktuellen Anpassungen – als plausibel und können, wie die sachverständige Prüferin bestätigt hat, für den vorliegenden Bewertungszweck verwendet werden (PB Seite 36).

aa. Umsatzerlöse

Die Jetter AG stellt insbesondere Steuerungslösungen im Bereich der Industrieautomation her, die im Maschinen- und Anlagenbau, in der Prozesstechnik sowie in der Gebäudeautomation zum Einsatz kommen (84% der Umsatzerlöse 2014 vor Konsolidierung). Im Segment der mobilen Automation geht es um Steuerungs- und Applikationslösungen (16% der Umsatzerlöse 2014 vor Konsolidierung), die in Arbeitsmaschinen und Nutzfahrzeugen eingesetzt werden (BewGA Seite 11; PB Seite 39).

Die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 wenden ein, das prognostizierte jährliche Durchschnittswachstum von 3,4% sei nicht nachvollziehbar (Bl. 43 d.A.). Aus den im Bewertungsgutachten wiedergegebenen Planzahlen ergibt sich folgende Entwicklung:

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Jetter AG	29.502	32.990	34.114	35.364	36.129	37.514	38.730	40.258	
Veränderung in % ggü. Vorjahr		11,8%	3,4%	3,7%	2,2%	3,6%	3,2%	3,9%	3,4%
Futronic GmbH	9.236	6.654	7.221	8.418	8.844	8.753	8.997	8.848	
Veränderung in % ggü. Vorjahr		-28,0%	8,5%	16,6%	5,1%	-1,0%	2,8%	-1,7%	4,3%
Übrige	1.472	668	300	250	380	540	810	1.215	
Veränderung in % ggü. Vorjahr		-54,6%	-55,1%	-16,7%	44,0%	50,0%	50,0%	50,0%	35,5%
Summe Umsatzerlöse	40.210	40.312	41.635	44.032	45.333	46.807	48.537	50.321	
Veränderung in % ggü. Vorjahr		0,3%	3,3%	5,8%	3,0%	3,3%	3,7%	3,7%	3,9%

Das im Bewertungsgutachten angegebene durchschnittliche Umsatzwachstum bezogen auf die Jetter AG als Einzelunternehmen kann damit rechnerisch hergeleitet werden, ebenso das geplante durchschnittliche Umsatzwachstum von 3,9% der Jetter-Gruppe unter Einbeziehung der Futronic GmbH und weiterer Tochtergesellschaften der Jetter AG

(vgl. Übertragungsbericht Seite 5). Vergleicht man die Jahre 2012/13 und 2013/14, so zeigt sich bei der Jetter AG als Einzelunternehmen zwar ein deutlich über dem plangemäß weiteren Umsatzwachstum liegender Anstieg; dieses erhöhte Wachstum wurde jedoch durch den deutlichen Umsatzrückgang bei der Tochtergesellschaft Futronic GmbH und bei den übrigen Beteiligungen nahezu vollständig kompensiert, so dass im Ergebnis nur ein Umsatzanstieg von 0,3% verblieb. Auch unter Einbeziehung der im Gesamtjahr 2014 erzielten Erfolge des Restrukturierungskonzepts von 2014 verbleibt mit 3,3% kein höheres Umsatzwachstum als das in den Planzahlen 2015 bis 2019 zugrunde gelegte. Die sachverständige Prüferin bezeichnet die der Bewertung zugrunde gelegte Umsatzplanung daher u.a. „vor dem Hintergrund des verhaltenen Umsatzwachstums in der jüngeren Vergangenheit“, der Wettbewerbssituation und der absehbaren Entwicklung der Marktverhältnisse im Bereich Industrieautomation und in der glasverarbeitenden Industrie als „ambitioniert“ (PB Seite 41).

Die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 verweisen darauf, dass die Jetter AG seit über 30 Jahren schwerpunktmäßig im Bereich der Industrieautomation tätig sei, und dass dieser Bereich auch den künftigen unternehmerischen „Kernbereich“ der Jetter AG bilde, der „zu den Zukunftstechnologien weltweit“ gehöre und einen „ausgesprochenen Wachstumsbereich“ darstelle (Bl. 42, 43 d.A.). Dieser Befund kommt jedoch im Bewertungsgutachten durchaus zur Sprache, u.a. dadurch, dass für die Industrieautomation ein globales Wachstum prognostiziert werde (BewGA Seite 13). Das bloße Tätigsein eines Unternehmens in einem solchen Wachstumsbereich ist aber nach dem Verständnis der Kammer noch kein Garant für unternehmerische Erfolge und für eine positive Umsatzentwicklung. Unter Berücksichtigung der Ausführungen im Bewertungsgutachten erscheint aus Sicht der Kammer entscheidend, ob ein Unternehmen entweder hinreichende Marktmacht hat, sich auf standardisierte Lösungen zu konzentrieren und hohe Stückzahlen zu niedrigeren Preisen als die konkurrierenden Konzerne anbieten und dann über den Mengeneffekt Erfolge erzielen zu können, oder ob sich ein Unternehmen als „Nischenanbieter“ gegenüber den belieferten Maschinen- und Anlagenbauern durch flexible Sonderlösungen, die einen Mehrwert gegenüber den Standardlösungen der Großkonzerne darstellen, und durch überdurchschnittlich gute Service-Dienstleistungen hervortut (vgl. BewGA Seite 12 ff.).

Es mag sein, dass die Jetter AG in den 1990er-Jahren als erstes Unternehmen in der Branche auf die Vernetzung mit dem aus der IT-Welt bekannten Standard Ethernet-TCP/IP und die Nutzung der Web-Technologie (bekannt als JetWeb-Technologie) setzte (BewGA Seite 11). Das führt heute allerdings nicht zum Vorliegen eines Alleinstellungs-

merkmals der Jetter AG in der Branche. Im Prüfungsbericht ist von fehlenden Alleinstellungsmerkmalen die Rede, die zu einem Wettbewerbsnachteil geführt hätten (PB Seite 27). Die Kammer teilt die Einschätzung der sachverständigen Prüferin, dass u.a. die steigende Nachfrage nach Sicherheitssteuerungslösungen kontinuierliche Investitionen in die Entwicklung erfordert; dass aber bei der Jetter AG in der Vergangenheit eher zurückhaltend investiert wurde, wie der kontinuierliche Rückgang des Anlagevermögens zeige (PB Seite 25, 26). In den im Unternehmensregister öffentlich zugänglich hinterlegten Konzernjahresabschlüssen der Jetter AG seit 2008/2009 findet sich unter dem Stichwort „Marktrisiko“ durchgängig folgende Formulierung (Quelle: Konzernjahresabschlüsse der Jetter AG, www.unternehmensregister.de):

„Der Automatisierungsmarkt, in dem Jetter tätig ist, ist geprägt von einem raschen technologischen Wandel. Die von Jetter entwickelte JetWeb-Technologie eröffnet Jetter neue Märkte bei potentiell umsatzstarken Kunden. Die künftige Entwicklung von Jetters Marktchancen hängt wesentlich davon ab, dass das Unternehmen auch weiterhin innovative, attraktive Produkte entwickelt, die es seinen Kunden erlauben, sich von ihrem Wettbewerb abzusetzen.“

Die Jetter AG zeichnete sich zumindest bis 2013 dadurch aus, dass sie aufgrund ihrer relativ kleinen Unternehmensgröße und Ausrichtung zwar auf Spezialwünsche von Kunden reagieren konnte, dass sie dabei aber bis 2013 eher segmentübergreifend agierte, ohne eine bestimmte Fokussierung auf Zielmärkte anzustreben. Die Bewertungsgutachterin führt aus, die fehlende Spezialisierung habe dazu geführt, dass die angebotenen Lösungen die Erwartungshaltung der Kunden „zwar größtenteils, nicht jedoch vollständig erfüllt“ hätten. Direkte Wettbewerber hätten sich demgegenüber stärker auf das Angebot qualitativ hochwertiger Komplettlösungen fokussiert, sich zu spezialisierten Anbietern weiterentwickelt und dadurch die Jetter AG „hinter sich gelassen“ (BewGA Seite 13 f.). Das habe zu einer nachteiligen Wettbewerbsposition der Jetter AG bei zugleich fehlenden Alleinstellungsmerkmalen geführt. Nun sei eine Strategiekorrektur eingeleitet worden (BewGA Seite 14). Der sachverständige Prüfer spricht von einer „Granularität des Geschäfts der Jetter-Gruppe“, in dem auch Einzelfertigungen und Kleinstserien enthalten sind (PB Seite 39).

Sowohl aus dem Bewertungsgutachten als auch aus dem Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin ergibt sich zudem die starke Fokussierung der Jetter AG auf die Hohlglasindustrie: Laut Bewertungsgutachten entfallen ca. 60% des Umsatzes auf die Hohlglasindustrie, laut Prüfungsbericht 57% auf die Behälterglasindustrie, vgl. BewGA Seite 14; PB Seite 39). Die Produkte der Jetter AG sind demzufolge für Maschinen- und Anlagenbauer als Lieferanten insbesondere der Verpackungs- und Getränkeindustrie von Interesse. Die Produzenten von Glasflaschen konkurrieren auf diesem Markt jedoch mit den

Produzenten von Verpackungen aus anderen Materialien („Bag-in-Box“, Karton, Metall, Kunststoff etc.), so dass sich eine verringerte oder unterdurchschnittliche Nachfrage nach Maschinen und Anlagen für Glasbehälter mittelbar auch negativ auf die Chancen der Jetter AG auswirkt, mit Steuerungslösungen für diesen Bereich dennoch Umsatzmehrerlöse erzielen zu können. Gegenüber dem durchschnittlichen für 2014 bis 2018 laut „Euromonitor International“ prognostizierten Wachstum der gesamten Verpackungsindustrie von durchschnittlich 3,4% p.a. fällt das prognostizierte Wachstum speziell des Behälterglasmarkts mit durchschnittlich 2,0% p.a. deutlich zurück, wie im Bewertungsgutachten veranschaulicht (BewGA Seite 14).

Vor diesem Hintergrund kann die Kammer gut nachvollziehen, dass von dieser Branchenentwicklung wiederum der wirtschaftliche Erfolg der Jetter AG wesentlich abhängt, wenn und soweit es bei der starken Abhängigkeit der Umsätze von der Hohlglasindustrie bzw. bei der starken Fokussierung auf diese Branche bleibt. Für Letzteres wiederum sprechen die historisch gewachsenen Beziehungen zu Bucher Emhart Glass, einem Unternehmen, das zum Bucher Industries-Konzern gehört (vgl. oben A. I. 1.), aber auch die zwischen 2012 und 2014 laut Bewertungsgutachten vernachlässigte Diversifikation der Kundenbasis und die verstärkte Abhängigkeit von dem Großkunden (vgl. BewGA Seite 19).

Betrachtet man die Entwicklung der Vergangenheitszahlen zu den Umsatzerlösen (BewGA Seite 19),

in TEUR	2012/13	2013/14	RGJ 2014	2014
	Ist	Ist	Ist	Kalenderjahr
Jetter AG (Einzelunternehmen)	29.502	32.990	25.656	34.114
fulcrone GmbH	9.236	6.654	5.835	7.221
Übrige	1.472	888	178	300
Summe	40.210	40.532	31.669	41.635

Quelle: Konzernabschlüsse, Unternehmensangaben

so fällt das nahezu gleichbleibende Umsatzniveau der Geschäftsjahre 2012/13 und 2013/14 auf (+ 0,25%). Der Umsatzanstieg im Kalenderjahr 2014 (pro forma) verglichen mit dem Geschäftsjahr 2013/14 (rechnerisch + 3,3%) ist dem Bewertungsgutachten zufolge insbesondere auf ein steigendes Geschäftsvolumen mit dem Bucher-Konzern zurückzuführen (BewGA Seite 19). Die sachverständige Prüferin bestätigt dies im Prüfungsbericht durch die Angabe, dass entsprechend der Planung der Anteil der über die „Divisionen“ Bucher Emhart Glass und Bucher Municipal generierte Umsatz von 57% der Umsatzerlöse plangemäß auf 59% steigen soll (PB Seite 40). Das wiederum belegt die bereits bestehende starke wirtschaftliche Abhängigkeit und die Fokussierung der Jetter-Gruppe auf einen der Hohlglasindustrie zugeordneten Großkunden (Bucher Emhart Glass).

Die Bewertungsgutachterin führt aus, dass die Jetter AG bei ihrer Umsatzplanung zwar von einer weiteren Intensivierung der Kundenbeziehungen innerhalb der Bucher Industries-Gruppe, aber auch von einem gleichzeitigen Erwartungsdruck bezüglich spürbarer Preisnachlässe bei gleichzeitiger Weiterentwicklung der Steuerungsgeneration sowie von rückläufigen Umsätzen im „ursprünglichen Bestandsgeschäft“ mit der Bucher Industries Gruppe ausgehe (BewGA Seite 33). Diese Aussage erscheint der Kammer angesichts der zum Bewertungsstichtag bereits vorhandenen Abhängigkeit vom Bucher Industries-Konzern und fehlenden Alleinstellungsmerkmalen plausibel.

Gleichwohl soll es dank Ausweitung des Geschäfts sowohl mit der Bucher Industries Gruppe in anderen Bereichen (Landtechnik, Kommunalfahrzeuge) als auch mit weiteren Großkunden in den Detailplanungsjahren 2015 bis 2019 noch zu einer kontinuierlichen Erhöhung des Umsatzniveaus im Vergleich zu den Vorjahren kommen, wie die folgenden dem Bewertungsgutachten entnommenen Planzahlen ergeben (BewGA Seite 33):

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014 - 2019
in TEUR bzw. %	Pro forma	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	CAGR
Jetter AG (Einzelunternehmen)	34.114	35.384	36.129	37.514	38.730	40.258	3,4%
Autronic GmbH	7.221	8.418	8.844	8.783	8.987	8.848	4,1%
Übrige	300	250	380	540	810	1.215	32,3%
Gesamt	41.635	44.052	45.353	46.837	48.527	50.321	

Quelle: Unternehmensangaben

Die sachverständige Prüferin führt im Prüfungsbericht aus, dass die Abhängigkeit vom Behälterglasmarkt bzw. den dort tätigen Maschinenbauern der Unternehmensplanung zufolge dadurch verringert werden soll, dass bis 2019 das Geschäft mit Kunden in der mobilen Automation auf einen Umsatzanteil von rund 19% und das Geschäft mit Kunden in der Industrieautomation, jedoch außerhalb der Glasindustrie auf einen Umsatzanteil von rund 29% ausgebaut werden soll. Bezogen auf den Behälterglasmarkt, bliebe dann rechnerisch immer noch ein Anteil von rund 51% der Umsatzerlöse (PB Seite 39, 40; vgl. Bl. 796 d.A.). Bei plangemäßer Entwicklung käme es im letztgenannten Bereich zwar zu einem Rückgang des Umsatzanteils von 57% auf 52% bzw. 51%. Eine im Vergleich zum prognostizierten Gesamtwachstum der Verpackungs- und Getränkeindustrie unterdurchschnittliche Wachstumsprognose von 2% für den Glasbehältermarkt (vgl. BewGA Seite 14) rechtfertigt angesichts des weiterhin hohen Umsatzanteils der Jetter AG mit Steuerungslösungen für diesen Bereich dann aber auch die Annahme eines eher verhaltenen Umsatzwachstums.

Laut Prüfungsbericht sind die geplanten Umsatzerlöse differenziert nach Kunden und aufgeteilt in Bestandsgeschäft, Neugeschäft mit Bestandskunden und Neukundengeschäft

(PB Seite 39). Angesichts dieser Systematik der Planung bei den Umsatzerlösen und angesichts der bereits angesprochenen „Granularität“ des Geschäfts der Jetter AG mit Einzelfertigungen und Kleinstserien ist für die Kammer auch nachvollziehbar, dass es schwierig wäre und zudem für die Plausibilisierung keinen nennenswerten Erkenntnisgewinn brächte, eine rechenbare, nach Menge und Preis erstellte Kalkulation in Bezug auf sämtliche individuellen, bei der Planung der Umsatzerlöse für den Planungszeitraum 2015 bis 2019 zugrunde gelegten vertriebenen Steuerungslösungen zu erarbeiten und darzustellen (vgl. PB Seite 39).

Der geplante Umsatz 2015 liegt um rund 5,8% über den Pro forma-Zahlen für das Kalenderjahr 2014. Der geplante Anstieg des Umsatzes auf ein höheres Niveau ab 2015 fällt deutlich höher aus als der bereits erwähnte Anstieg zwischen 2013/14 und den Pro forma-Zahlen für 2014 mit 3,3%. Das spricht zusammen mit den Hinweisen im Bewertungsgutachten auf die von der Gesellschaft geplante Überkompensation rückläufiger Umsätze im „Bestandsgeschäft“ mit Bucher Emhart Glass durch andere Aktivitäten (BewGA Seite 33) dafür, dass entgegen der Befürchtung einiger Antragsteller (vgl. u.a. Bl. 4 ff. d.A.) die Neuausrichtung der Jetter-Gruppe im Jahr 2014 durchaus in den Planzahlen berücksichtigt wurde.

Die Geschäfte mit verbundenen Unternehmen wurden nach von der sachverständigen Prüferin überprüften Angaben zu marktüblichen Konditionen getätigt (PB Seite 40; bestätigt durch Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüferin bei der Anhörung, Bl. 798 f. d.A.). Auch hieraus ergeben sich demnach keine Ansatzpunkte für die Annahme, die Jetter AG habe mit unrealistisch niedrigen Umsätze geplant.

Einige Antragsteller (u.a. Antragsteller Ziff. 3 bis 6 - Bl. 43 d.A.; Ziff. 16 bis 21 - Bl. 174 d.A.; Ziff. 38 - Bl. 367 d.A.) beanstanden bei der prognostizierten Umsatzentwicklung vermeintlich nicht ausreichend berücksichtigte Wachstums- und Expansionsmöglichkeiten. Genannt werden Asien und Nordamerika. Allerdings ergibt sich bereits aus dem Bewertungsgutachten, dass die intensive Nutzung derartiger Möglichkeiten Investitionen in größere Organisationen mit Kundenmanagement, Entwicklung und Produktion vor Ort erfordert hätte und ihr bezogen auf China zudem die „aktuell knappe Ausstattung“ der chinesischen Tochtergesellschaft entgegenstand. Der Vorstand habe keine konkreten Maßnahmen für solche Erweiterungsinvestitionen definiert (BewGA Seite 33 f.). Die sachverständige Prüferin führt in ihrem Prüfungsbericht aus, dass für den globalen Markt der Industrieautomation ein vor allem durch die „Emerging Markets“ (insbesondere China) ge-

888
triebenes Wachstum erwartet werde, vor allem aus kostenoptimierter Automation. Für dieses Marktsegment sei die Jetter-Gruppe allerdings derzeit „nicht ausreichend wettbewerbsfähig“ (PB Seite 26).

Ergänzend haben Wirtschaftsprüferin und Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung überzeugend ausgeführt, dass die von den Antragstellern thematisierte mögliche Expansion in Asien „so in der Unternehmensstrategie der Jetter AG nicht angelegt“ gewesen sei. Es gebe lediglich eine Vertriebsgesellschaft mit zwei Mitarbeitern in Shanghai, die zur Unterstützung eines Joint Ventures zwischen Bucher und einem chinesischen Unternehmen gegründet worden sei. Für eine Expansion am preissensiblen asiatischen Markt hätte man ein anderes Produktportfolio benötigt und erhebliche Investitionen tätigen müssen. Beides sei in der Planung nicht angelegt gewesen (Bl. 795 f. d.A.).

Die hohe Abhängigkeit des Geschäfts der Jetter AG von der Hohlglasindustrie ist bereits angesprochen worden. Die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 meinen unter anderem, dass die Jetter AG die am Bewertungsstichtag bestehende Expertise im Bereich der Hohlglasindustrie in anderen von Automatisierung profitierenden Bereichen nutzen könne (Automobilindustrie, Luft- und Raumfahrtindustrie, Pharmaindustrie etc.; vgl. Bl. 43 d.A.). Das Unternehmen hat jedoch, wie von Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung glaubhaft berichtet, bei der Prüfung erklärt, dass die von der Jetter-Gruppe hergestellten Steuerungen speziell für die entsprechenden Anwendungen in den Maschinen entwickelt werden, und unterschiedliche Industrien stellten dabei unterschiedliche Anforderungen. Hinzu kommt, dass für den Vertrieb der Produkte in die genannten anderen Industriebereiche auch entsprechende Vertriebskontakte hätten vorhanden sein müssen (Bl. 796 d.A.).

Einige Antragsteller (u.a. Antragsteller Ziff. 16 bis 21 – Bl. 173 d.A.; Ziff. 38 – Bl. 367 d.A.) rügen, der Wertbeitrag der Futronic GmbH, einer durch Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Jetter AG verbundenen Gesellschaft, die als Produzentin elektronischer Steuerungssysteme ein hohes Wachstumspotential habe, sei „nicht separat berücksichtigt“ worden. Aus den oben wiedergegebenen, dem Bewertungsgutachten entnommenen Planzahlen der Außenumsätze der Jetter-Gruppe ergibt sich jedoch bereits, dass die geplante, gegenüber der Jetter AG als Einzelunternehmen (vor Konsolidierung) bessere Umsatzentwicklung der Tochtergesellschaft in den Planumsätzen enthalten sind (BewGA Seite 33). Darüber hinaus hat die sachverständige Prüferin analysiert, dass es zwar bei der Futronic GmbH plangemäß zu Ergebnisverbesserungen kommen soll, dass diese aber aufgrund der verhältnismäßig geringen Bedeutung der Tochtergesellschaft für die Gesamtentwicklung der Jetter-Gruppe und infolge von Margenverschlechterungen bei

der Jetter AG „überkompensiert“ werden (PB Seite 42). Bei der Anhörung hat Wirtschaftsprüfer ergänzend ausgeführt, dass das Wachstumspotential der Futronic GmbH durch deren begrenzten Markt limitiert und in den Planzahlen ausreichend berücksichtigt worden sei (Bl. 796 f. d.A.).

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

Einige Antragsteller rügen die geplante Entwicklung der EBIT-Margen (u.a. Antragsteller Ziff. 3 bis 6, Bl. 43 d.A.), andere beanstanden, wie bereits erwähnt, pauschal die angeblich zu pessimistische Planung. Da das EBIT rechnerisch aus dem EBITDA unter Berücksichtigung von Abschreibungen ermittelt wird, wird im Folgenden zunächst auf die Planung zum EBITDA eingegangen.

Das EBITDA (d.h. der Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen auf Sachanlagen und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände, also letztlich die operative Leistungsfähigkeit vor Investitionsaufwand) ergibt sich als Saldo aus der Gesamtleistung (Umsatzerlöse zuzüglich Bestandsveränderungen und aktivierten Eigenleistungen) abzüglich Materialaufwand, Personalaufwand, sonstigen betrieblichen Aufwendungen durch schlichte Addition bzw. Subtraktion. Durch einen Vergleich mit der jeweils geplanten Gesamtleistung erhält man die EBITDA-Marge.

Aus dem Bewertungsgutachten ergibt sich, dass den Planzahlen zufolge ein Anstieg der Materialaufwendungen der Jetter-Gruppe mit dem Umsatz erwartet wurde (BewGA Seite 34). Zum Personalaufwand heißt es dort, bei der Jetter AG rechne man bedingt durch die Erhöhung von Löhnen und Gehältern und die Aufstockung des Personals um insgesamt zwölf Personen mit einem Anstieg. Bei der Futronic GmbH werde mit gleichbleibendem Personalbestand gerechnet, bei der chinesischen Tochtergesellschaft sei kurzfristig die Einstellung eines zusätzlichen technischen Mitarbeiters geplant. Die sonstigen betrieblichen Erträge seien im Einklang mit den bereinigten Vergangenheitswerten auf einem in etwa gleichbleibenden Niveau prognostiziert worden, die Quote der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sinke plangemäß 2015 gegenüber der bereinigten für 2014, bevor es ab 2016 planmäßig zu einem Anstieg komme (BewGA Seite 34, 35).

Anhand der im Bewertungsgutachten abgedruckten Zahlen (BewGA Seite 18, 38) hat die Kammer zur Plausibilisierung folgende eigene Berechnungen angestellt:

Umsatzerlöse	40.210	40.312	41.635	40.719	44.032	45.333	48.807	48.537	50.321	47.006
Gesamtleistung	39.195	40.729	41.708	40.544	44.361	45.616	47.084	48.783	50.587	47.286
Materialaufwand	- 16.637	- 17.422	- 18.016	- 17.358	- 19.472	- 20.116	- 20.635	- 21.431	- 22.325	- 20.796
in % der Gesamtleistung	42,4%	42,8%	43,2%	42,8%	43,9%	44,1%	43,8%	43,9%	44,1%	44,0%
Rohertag	22.558	23.307	23.692	23.186	24.890	25.501	26.449	27.352	28.262	26.491
Personalaufwand	- 16.177	- 16.901	- 15.687	- 15.922	- 16.253	- 16.669	- 17.168	- 17.681	- 18.207	- 17.196
in % der Gesamtleistung	41,3%	39,0%	37,6%	39,3%	36,6%	36,5%	36,5%	36,2%	36,0%	36,4%
Summe Material-/Pers.aufw.	- 32.814	- 33.323	- 33.703	- 33.280	- 35.725	- 36.785	- 37.803	- 39.112	- 40.532	- 37.991
so. betr. Erträge	903	701	434	679	923	340	275	280	285	301
so. betr. Aufw.	- 6.304	- 6.363	- 4.370	- 5.679	- 4.209	- 4.468	- 4.695	- 4.812	- 5.045	- 4.646
Summe so. betr. Ertr./Aufw.	- 5.401	- 5.662	- 3.936	- 5.000	- 3.885	- 4.128	- 4.420	- 4.532	- 4.760	- 4.346
in % der Gesamtleistung	13,8%	13,9%	9,4%	12,3%	8,8%	9,0%	9,4%	9,3%	9,4%	0
EBITDA	660	1.744	4.070	2.285	4.760	4.703	4.862	5.139	5.295	4.850

Diese Berechnungen ergeben, dass die Planung bezogen auf den Anteil der Summe aus Material- und Personalaufwand an der Gesamtleistung für die Jahre 2015 bis 2019 mit einer Quote von durchschnittlich 80,4% rechnet. Der Durchschnitt bis 2014 lag höher. Die EBITDA-Marge verbessert sich nach der Planung gegenüber den IST-Zahlen sogar deutlich. Diese geplante Entwicklung, insbesondere die – für die abzufindenden Minderheitsaktionäre günstige – Absenkung des Anteils von Material- und Personalaufwand am Umsatz und der sprunghafte Anstieg der EBITDA-Marge sind schlüssig durch die 2014 begonnene und 2015 fortgesetzte Umsetzung des Reorganisationskonzepts mit den damit verbundenen Kosteneinsparungen und durch die Auswirkungen der neuen Unternehmensstrategie zu erklären.

Wie im Bewertungsgutachten im Zusammenhang mit der Vergangenheitsanalyse erörtert, hängt die Materialaufwandsquote der Jetter-Gruppe insbesondere von der Fertigungstiefe ab, die sich aufgrund eines dynamischen Kunden- und Produktmixes und aufgrund des Technologiefortschritts im Zeitablauf verändert (BewGA Seite 20). Die sachverständige Prüferin weist im Prüfungsbericht auf die prognostisch abnehmende Fertigungstiefe durch den zunehmenden Einsatz von Handelswaren im Geschäft mit Bucher Emhart Glass und durch Fremdvergabe von Entwicklungsdienstleistungen hin und bestätigt, dass der in den Planjahren 2015 bis 2019 angesetzte Materialaufwand auf Grundlage der geplanten Umsatzerlöse und deren Zusammensetzung insgesamt als plausibel anzusehen sei (PB Seite 42).

cc. EBIT und EBIT-Marge

Das EBIT (vor Mitarbeiterbeteiligung) ergibt sich, wie im Bewertungsgutachten dargestellt, als rechnerisches Ergebnis aus dem hergeleiteten EBITDA abzüglich der Abschreibungen. Die „EBIT-Marge“ ist der Quotient aus EBIT und Gesamtleistung im jeweiligen Planjahr.

Die Antragsteller Ziff. 40 und 41 kritisieren den angeblich gegenüber den Vorjahren deutlich erhöhten Abschreibungsaufwand, der nicht nachvollziehbar sei (Bl. 409 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 beanstanden die Rückläufigkeit der EBIT-Marge von 2015 bis zum letzten Planjahr (d.h. 2019) von 7,7% auf angeblich nur noch 7,1% (Bl. 43 d.A.).

Aus Sicht der Kammer ist die Höhe der geplanten Abschreibungen im Detailplanungszeitraum nicht zu beanstanden, die Entwicklung der EBIT-Marge ist rechnerisch nachvollziehbar und plausibel begründet.

In den Jahren 2012/13 und 2013/14 beliefen sich die Abschreibungen auf rund 2,4 Mio. EUR bzw. 2,6 Mio. EUR, im Kalenderjahr 2014 lagen sie bei 2,3 Mio. EUR. Hingegen plant die Gesellschafter für die Jahre 2015 bis 2019 nur noch mit Abschreibungen in einer Größenordnung zwischen 1,3 und 1,4 Mio. EUR (BewGA Seite 18, 32). Die leichte Rückläufigkeit der geplanten Abschreibungen wird im Bewertungsgutachten unter Hinweis auf die Reinvestitionsquote und den Umstand begründet, dass plangemäß nennenswerte Ersatzinvestitionen erst nach dem Detailplanungszeitraum erwartet würden (BewGA Seite 35). Auch die sachverständige Prüferin hat auf die zurückhaltende Investitionstätigkeit in der jüngeren Vergangenheit hingewiesen (PB Seite 48) und dokumentiert, dass sie die geplanten Abschreibungen im Detailplanungszeitraum anhand der Anlagenverzeichnisse habe abstimmen und insgesamt ohne Beanstandungen plausibilisieren können (PB Seite 45). Ihre im Prüfungsbericht abgedruckte Analyse zeigt, dass die Abschreibungsquote für die Planjahre 2015 bis 2019 durchgängig im Bereich zwischen 2,6% und 3,0% liegt (PB Seite 38).

Entgegen der These der Antragsteller Ziff. 3 bis 6 entwickelt sich die EBIT-Marge zum letzten Planjahr (des Detailplanungszeitraums) hin auch nicht rückläufig. Sie beträgt im Planjahr 2019 vielmehr 7,7%, wie im ersten Planjahr 2015. Lediglich für die Jahre ab 2020, also den Bereich der „ewigen Rente“ bzw. die nachhaltig erwirtschafteten Erträge geht die Bewertungsgutachterin von einer EBIT-Marge von 7,1% aus (vgl. BewGA Seite 32). Hierauf wird unten noch zurückzukommen sein (vgl. unten 5.).

Im Kalenderjahr 2014 betrug die EBIT-Marge hingegen nur 4,2% und – nach Vornahme von Normalisierungen – rechnerisch 6,4% (BewGA Seite 18). Den Zusammenhang zwischen dem für die abzufindenden Aktionäre günstigen sprunghaften Anstieg der EBIT-Marge und der 2014 begonnenen und 2015 fortgesetzten Restrukturierung hat Wirtschaftsprüferin bei der Anhörung bestätigt und zugleich überzeugend ausgeführt, dass sie „nicht sehe, woraus darüber hinausgehende weitere Verbesserungen noch kommen sollen“. Für die Verhältnisse der Gesellschaft sei die bei der Planung zugrunde gelegte, relativ konstante EBIT-Marge eine gute Marge, vor allem, wenn man die Zyklizität des Geschäfts der Jetter AG berücksichtige (Bl. 797 d.A.).

Die Kammer teilt diese Einschätzung.

dd. Finanz- und Beteiligungsergebnis, Steuern

Das Finanzergebnis setzte sich in der Vergangenheit aus Zinserträgen, -aufwendungen und ähnlichen Erträgen und Aufwendungen zusammen; beim Steueraufwand wurden Steuern vom Einkommen und Ertrag sowie latente Steuern berücksichtigt (BewGA Seite 22). Das Zinsergebnis für die Planjahre 2015 bis 2019 wurde von der Bewertungsgutachterin anhand einer integrierten Bilanz- und Finanzplanung ausgehend von der Konzernbilanz abgeleitet, die Unternehmensteuern auf den Ertrag hat sie selbst errechnet (BewGA Seite 36).

5. Plausibilität der Prognose ab 2020 („Terminal value“ bzw. „ewige Rente“)

Der IDW S1 i.d.F. 2008 geht in nachvollziehbarer Weise davon aus, dass sich die künftige Entwicklung der finanziellen Überschüsse in der ersten Planungsphase, der Detailplanungsphase plausibler beurteilen und sicherer prognostizieren lasse als für die späteren Jahre. Die Planungsjahre der ferneren zweiten Phase basierten i.d.R. ausgehend von der Detailplanung der ersten Phase auf langfristigen Fortschreibungen von Trendentwicklungen, wobei zu untersuchen sei, ob sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage nach der Phase der detaillierten Planung im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinde oder ob sich die jährlichen finanziellen Überschüsse zwar noch verändern, jedoch eine als konstant oder mit konstanter Rate wachsend angesetzte Größe die sich ändernden finanziellen Überschüsse finanzmathematisch angemessen repräsentiert (IDW S1 i.d.F. 2018, Abschnitt 5.3 Tz. 75-78).

a. Umsatzentwicklung

Die Antragsteller haben in den Antragsschriften nur wenig konkrete Einwendungen gegen die von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte Prognose der nachhaltigen Ergebnisse ab 2020 erhoben.

Die Bewertungsgutachterin hat „in Abstimmung mit dem Vorstand der Jetter AG“ ausgehend von den Planwerten des Jahres 2019 sämtliche Ertrags- und Aufwandspositionen mit einer (aus ihrer Sicht) nachhaltig erzielbaren unternehmensspezifischen Wachstumsrate von 1,25% p.a. fortgeschrieben. Dasselbe gilt für die Plan-EBITDA-Marge von 10,5% (des Planjahres 2019) bezogen auf den Zeitraum ab 2020. Bezogen auf das Umsatzniveau hat sie zugleich von einem „ambitionierten Ziel“ gesprochen und auf den nachhaltig zu erwartenden Preisdruck hingewiesen. Es seien sowohl langfristige Zyklusanalysen des Maschinenbaus als auch Zyklusanalysen zu Umsatz und Ergebnis des Hauptkunden Bucher Emhart Glass und der Jetter-Gruppe eingeflossen (BewGA Seite 37). Die sachverständige Prüferin hat hervorgehoben, dass die angesetzte Wachstumsrate von 1,25% unterhalb der erwarteten gesamtwirtschaftlichen Inflationsrate und am unteren Rand der Bandbreite liege, innerhalb der sich der Erzeugerpreisindex für den Maschinenbau in den letzten Jahren entwickelt habe. Die von der Bewertungsgutachterin im Einzelnen aufgeführten, das individuelle Wachstum der Jetter AG begrenzenden Umstände hat sie als „erheblich“ bezeichnet. Im Prüfungsbericht hat die sachverständige Prüferin festgehalten, sie halte ein Ergebniswachstum in der Größenordnung von 1,25% für „tendenziell am oberen Rand“ ihrer Erwartungen. Der nach Auswertung der Rechtsprechung für Industrieunternehmen anerkannten Wachstumsraten betrage im Durchschnitt 1,2% bzw. im Median 1,0%, weshalb ein Wachstum des normalisierten Ergebnisses mit 1,25% nicht zu beanstanden sei. Dasselbe gelte aus prüferischer Sicht bezüglich des nachhaltig angesetzten EBIT. Wegen der Einzelheiten wird auf den Prüfungsbericht verwiesen (PB Seite 47 ff. d.A.).

Dass für das prognostizierte Umsatzwachstum in der „ewigen Rente“ nicht auf die gesamtwirtschaftliche Inflationsrate und auch nicht auf den Erzeugerpreisindex Maschinenbau abgestellt werden kann, hat Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung plausibel erklärt, indem er betont hat, dass es entscheidend auf die Verhältnisse der Gesellschaft ankomme. Unter Berücksichtigung dieser individuellen Verhältnisse sei eine prognostizierte Wachstumsrate von 1,25% eher überdurchschnittlich (Bl. 797 d.A.).

b. Abschreibungen, nachhaltiges EBIT und EBIT-Marge

Die bezüglich der „ewigen Rente“ geplanten Abschreibungen sind höher als diejenigen in der Detailplanungsphase. Die sachverständige Prüferin thematisiert im Prüfungsbericht die zurückhaltende Investitionstätigkeit der Jetter AG in der jüngeren Vergangenheit und weist darauf hin, dass mittelfristig nach ihr erteilten Informationen und vorgelegten Unterlagen mit Nachholeffekten zu rechnen sei. Den anhand der Investitionszyklen der Vergangenheit aus dem Verhältnis der Investitionen zu Umsatzerlösen entwickelten Ansatz der Bewertungsgutachterin, der zu einem nachhaltigen EBIT von 3.633 TEUR führe, halte sie daher für sachgerecht (PB Seite 48). Aus Sicht der Kammer sind diese Überlegungen plausibel. Sie führen dazu, dass die nachhaltige EBIT-Marge mit 7,1% deutlich über derjenigen des u.a. durch Einsparungen geprägten „Restrukturierungs- und Turnaround“-Jahres 2014 liegt (vgl. BewGA Seite 32 und Tabelle oben 2.).

Die These der Antragsteller Ziff. 3 bis 6, dass die geplante EBIT-Marge von 7,1% für den Bereich der „ewigen Rente“ den (wohl höheren) selbstgesteckten EBIT-Margen-Zielen der Bucher Industries AG widerspreche (Bl. 43 d.A.), bedarf in tatsächlicher Hinsicht keiner Überprüfung. Denn selbst wenn dies der Fall wäre, muss für die Unternehmensbewertung von realistischen Erwartungswerten bezüglich der künftigen Erträge und Zuflüsse ausgegangen werden, nicht von selbstgesteckten höheren Zielen des damals beherrschenden Gesellschafters in Bezug auf seinen Konzern.

6. Ableitung der erwarteten Netto-Ausschüttungen

Anhand der vorstehend erörterten Zahlen ergeben sich zunächst rechnerisch die in der ersten Zeile der nachfolgenden Tabelle angegebenen Jahresergebnisse (BewGA Seite 38). Die zu kapitalisierenden Nettozuflüsse an die Anteilseigner hat die Bewertungsgutachterin wie aus der letzten Tabellenzeile ersichtlich angenommen:

in TEUR	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 TV
Ausschüttung an Anteilseigner	0	8.914	1.742	1.403	1.757	1.282
Fiktive Minusrechnung Kursgewinnthesenartierung	0	0	0	0	0	1.137
Steuerfreie Einlagenrückgewähr	0	-8.914	-1.742	-820	0	0
Ausschüttung nach steuerfreier Einlagenrückgewähr	0	0	0	582	1.757	1.282
Dividendenbesteuerung	0	0	0	154	468	338
Kursgewinnbesteuerung	0	0	0	0	0	134
Nettozufluss an Anteilseigner	0	0	0	428	1.289	1.211

Quelle: Unternehmensangaben, Analyse Rödl & Partner

a. Ermittlung der planmäßigen Ausschüttungen an die Aktionäre 2015 bis 2019

Die Antragsteller Ziff. 1, 2, 10 und 11 beanstanden, dass „das Jetter-Jahresergebnis 2015 (vor Steuern) von immerhin 3.317 TEUR zum Unternehmenswert überhaupt nichts beiträgt“ und dass auch die Jahresergebnisse 2016 und 2017 von zusammen 6.794 TEUR „in Einlagenrückgewähr verschwinden“ (Bl. 10, 91 d.A.).

Betrachtet man den gesamten Detailplanungszeitraum, so führt die Gegenüberstellung der geplanten Jahresergebnisse und der Ausschüttungen (BewGA Seite 38) allerdings zu folgendem Ergebnis:

	Jahresergebnis (Plan) (in TEUR)	zugrunde gelegte Ausschüttung (in TEUR)
2015	2.330	-
2016	2.235	8.914
2017	2.398	1.742
2018	2.658	1.249
2019	2.736	1.294
Summe	12.357	13.199

Die Summe der Nettomittelzuflüsse an die Anteilseigner übersteigt also die Summe der zwischen 2015 und 2019 geplanten Jahresergebnisse. Schon das zeigt, dass die These vom „Verschwinden“ positiver Jahresergebnisse nicht richtig sein kann.

Der Unternehmenswert wurde hier zutreffend unter Anwendung der in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannten Ertragswertmethode ermittelt, die nicht auf den Barwert der Jahresergebnisse der Gesellschaft abstellt, sondern auf die Zahlungsströme an den Anteilseigner. Beim Ertragswertverfahren wird der Unternehmenswert durch Diskontierung der in Zukunft aus dem Unternehmen erwarteten „Erträge“ unter Berücksichtigung des Barwerts der erwarteten Liquidationserlöse aus der Veräußerung nicht betriebsnotwendigen Vermögens ermittelt. Unter dem Unternehmensertrag im Sinne des Ertragswertverfahrens versteht man dabei „die Summe aller Vorteile, die der Unternehmenseigner aus dem Unternehmen zukünftig erwarten darf“ (Mandl/Rabel, in Peemöller, Praxis-handbuch Unternehmensbewertung 6. Aufl., Seite 57 unter Hinweis auf Moxter, Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, Seite 9) oder, anders ausgedrückt, „die den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus den für die Zukunft geplanten Jahresergebnissen abgeleitet werden“ (IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 102; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert 3. Aufl. a.a.O. Seite 98; vgl. auch LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 53, juris).

Erstens wird nach dem Konzept der „residualen Ausschüttung“ die künftige Dividendenpolitik dadurch determiniert, dass an die Unternehmenseigner grundsätzlich jene Mittel ausgeschüttet werden, die nicht für werterhöhende Investitionen bzw. zur notwendigen „Innenfinanzierung“ im Unternehmen benötigt werden. Die „Vollausschüttungshypothese“ gilt nicht mehr (Mandl/Rabel, in Peemöller, a.a.O. Seite 59; Wollny a.a.O. S. 146, 340 f.).

Zweitens muss die „Finanzierbarkeit“ der Ausschüttung gegeben sein, d.h. regelmäßig die Unterlegung durch freien Cashflow (Wollny, a.a.O. Seite 98). Dementsprechend hat die sachverständige Prüferin vorliegend eine Berechnung des freien Cashflows nachvollzogen und im Prüfungsbericht offengelegt (PB Seite 51):

Jetter-Gruppe – Cashflows	2015	2016	2017	2018	2019
	TE	TE	TE	TE	TE
EBIT	3.401	3.386	3.550	3.858	3.897
Ertragsteuern	-1.012	-1.105	-1.102	-1.166	-1.144
NOPLAT	2.389	2.281	2.448	2.693	2.753
Abschreibungen	1.348	1.318	1.312	1.280	1.398
Erhöhung Vorräte	-33	-261	-341	-322	-438
Erhöhung Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	-526	-138	-177	-167	-228
Erhöhung Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	366	60	52	52	95
Erhöhung sonstige Vermögensgegenstände	-103	-120	0	0	0
Verminderung aktive latente Steuern	700	512	38	38	37
Veränderung Rückstellungen	291	-13	308	-277	39
Veränderung sonstige Verbindlichkeiten	137	-99	0	0	0
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	4.569	3.540	3.640	3.297	3.656
Auszahlungen für Investitionen in das Anlagevermögen	-1.368	-1.253	-1.352	-1.365	-1.481
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-1.368	-1.253	-1.352	-1.365	-1.481
Free Cash Flow	3.201	2.287	2.288	1.932	2.175
Finanzergebnis	-84	-68	-72	-50	-24
Steuervorteil Fremdfinanzierung	25	22	22	15	7
Veränderung Umbewertungen	96	0	0	0	0
Tilgung finanzieller Verbindlichkeiten	-254	-270	-495	-495	-402
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-216	-316	-545	-530	-418
Flow to Equity	2.985	1.970	1.742	1.403	1.757
Nicht betriebsnotwendige Liquidität zum 1. Januar	3.959	6.944	0	0	0
Ausschüttung an Anteilseigner	0	8.914	1.742	1.403	1.757

Drittens entspricht es nicht nur den geltenden Vorgaben des IDW (IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 35), sondern auch der Wissenschaft, dass im Falle einer Kapitalgesellschaft zu prüfen ist, inwieweit die in Frage stehenden Beträge nach Maßgabe der handelsrechtlichen Vorschriften tatsächlich ausschüttungsfähig sind; gesetzliche Ausschüttungsrestriktionen sind also zu beachten (Mandl/Rabel, in Peemöller, a.a.O. Seite 59; das galt schon unter

der „Vollausschüttungshypothese, vgl. Wollny, a.a.O. Seite 146). Handelsrechtliche Verlustvorträge reduzieren das künftige Ausschüttungspotential und mindern deshalb den Unternehmenswert. Das gilt auch, soweit Gewinn- oder Kapitalrücklagen zum Ausgleich zur Verfügung stehen, denn solche Rücklagen stellen „geparktes“ Ausschüttungspotential dar, dessen „Verbrauch“ (durch Verrechnung mit Verlusten) dazu führt, dass entsprechende Beträge nicht mehr zum „Auffüllen künftigen Bilanzgewinns“ zur Verfügung stehen (Wollny, a.a.O. Seite 392). Demgegenüber wirken sich steuerliche Verlustvorträge werterhöhend aus (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Februar 2000 – 4 W 15/98 –, Rn. 61, juris; Wollny, a.a.O. Seite 392).

Ein ausschüttungsfähiger Bilanzgewinn ergibt sich nur dann, wenn nach der Verrechnung eines Jahresüberschusses mit u.a. Verlustvorträgen ein positiver Saldo bleibt (§§ 58 Abs. 4, 158 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 und 4 AktG). Dies ist auch bei der Unternehmensbewertung im Rahmen der Erstellung der Plan-Gewinn- und Verlustrechnungen zu berücksichtigen (LG Stuttgart, Beschluss vom 29. Juni 2011 – 31 O 179/08 KfH AktG –, Rn. 89, juris). Bei handelsrechtlichen Verlustvorträgen dürfen im Rahmen der Unternehmensbewertung zur Bestimmung der Abfindung grundsätzlich schon keine Ausschüttungen geplant werden, bis der Verlustvortrag abgebaut ist (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Rn. 148, juris).

Zu beachten waren hier insbesondere die Vorgaben des § 150 AktG und des § 272 HGB. Gemäß § 150 Abs. 1 AktG war eine gesetzliche Rücklage zu bilden. In diese war zunächst gemäß § 150 Abs. 2 AktG jeweils 5% des um einen Verlustvortrag aus dem Vorjahr geminderten Jahresüberschusses einzustellen, bis die gesetzliche Rücklage und die Kapitalrücklagen nach § 272 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 HGB zusammen 10% des Grundkapitals erreichen („Mindestbetrag des Reservefonds“, vgl. Euler/Sabel, in Spindler/Stilz, AktG 3. Aufl. a.a.O. § 150 Rn. 20). Bis zum Erreichen der Grenze des § 150 Abs. 2 AktG hatte der Ausgleich von Verlustvorträgen mit einem Jahresüberschuss in jedem Fall Vorrang vor einem Ausgleich dieser Verlustvorträge durch die gesetzliche Rücklage und durch die von § 150 AktG erfassten Teile der Kapitalrücklage (Waclawik in Hölters AktG 3. Aufl. 2017, § 150 Rn. 20 f.). Verlustvorträge aus den Vorjahren müssen zunächst durch etwaige Jahresüberschüsse in den Folgejahren ausgeglichen werden (Euler/Sabel, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 150 Rn. 23). Bei einem Grundkapital von rund 3.241 TEUR und einer Kapitalrücklage von 26.911 TEUR zum 31. Dezember 2014 (BewGA Seite 16) war der in § 150 Abs. 2 AktG genannte Mindestbetrag des Reservefonds jedoch bereits erreicht. Die Hauptversammlung konnte jedoch gemäß § 58 Abs. 3 Satz 1 AktG weitere Beträge in die

somit zumindest ohne Kapitalmaßnahmen aus. Der zum 31. Dezember 2014 erwirtschaftete Jahresüberschuss musste verwendet werden, um den aus den Vorjahren bestehenden Verlustvortrag zumindest zum Teil auszugleichen, wodurch sich letzterer auf rund 10.477 EUR reduzierte. Wäre man – ohne Kapitalmaßnahmen durchzuführen – auch in den folgenden Planjahren so vorgegangen, so hätte sich erst im Jahr 2019 ein unter Berücksichtigung gesetzlicher Ausschüttungsrestriktionen ausschüttungsfähiger Gewinn ergeben, wie die nachfolgende Berechnung verdeutlicht:

2014	Verlustvortrag vor Saldierung (in TEUR)	-12.145
2014	Jahresergebnis (Ist) (in TEUR)	1.668
2014	Verlustvortrag nach fiktiver Saldierung (in TEUR)	-10.477
2015	2.330	-8.147
2016	2.235	-5.912
2017	2.398	-3.514
2018	2.658	-856
2019	2.736	0
Summe	12.357	

Dementsprechend hat Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung ausgeführt, dass man bei vorrangigem Ausgleich der Verlustvorträge eigentlich erst viel später überhaupt hätte Ausschüttungen vornehmen können (Bl. 800 d.A.). Für die abfindungsberechtigten Aktionäre hätte das bedeutet, dass zumindest für die Planjahre 2015 bis 2018 eine Ausschüttung von 0 EUR anzusetzen gewesen wäre, mit der Konsequenz eines tatsächlich für diese Jahre ausbleibenden „Wertbeitrags“ für die Abfindung.

Demgegenüber ist die Bewertungsgutachterin auch bezogen auf diese Planjahre von Ausschüttungen ausgegangen. Sie hat dazu zugunsten der Minderheitsaktionäre die Vornahme einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln mithilfe der zum 31. Dezember 2014 bestehenden Kapitalrücklage und einer anschließenden Kapitalherabsetzung fingiert. Diese Fiktion war, wie Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung verdeutlicht hat, in doppelter Hinsicht günstig für die Minderheitsaktionäre, weil „wertmaximierend“ (Bl. 800 d.A.): Zum einen wurden zu ihren Gunsten auch bereits in den Planjahren 2015 bis 2019 Nettomittelzuflüsse an sie angenommen, die sie ohne die vorgenannten Kapitalmaßnahmen in dieser Zeit nicht erhalten hätten, und zum andern wirkte sich die Einlagenrückgewähr günstig auf die Steuerbelastung der geplanten Ausschüttungen aus. Die bei der Kalkulation zugrunde gelegte Anwendung des § 27 Abs. 1 Satz 3 KStG führte immerhin zu einer steuerfreien Einlagenrückgewähr von 11,5 Mio. EUR (vgl. Bl. 538 d.A.).

Gewinnrücklage, also auch die gesetzliche Rücklage einstellen (Schulz, in Bürgers/Körber, AktG 3. Aufl. 2014, § 150 Rn. 6).

Allerdings war zum 31. Dezember 2014 (Ende des Rumpfgeschäftsjahrs vor dem Bewertungsstichtag) aus den Vorjahren ein Verlustvortrag von rund 12.145 TEUR aufgelaufen (auch dazu BewGA Seite 16).

§ 150 Abs. 4 Satz 1 AktG gibt weiter vor, dass der übersteigende Betrag der nach § 150 Abs. 1, 2 AktG gebildeten Rücklage nur zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages, soweit nicht durch einen Gewinnvortrag aus dem Vorjahr gedeckt, zum Ausgleich eines Verlustvortrags aus dem Vorjahr, soweit nicht durch einen Jahresüberschuss gedeckt, oder zur Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln verwendet werden darf. Auch für den Betrag der Rücklage, der den Mindestbetrag übersteigt, gilt insoweit eine Ausschüttungssperre, er darf nicht als Gewinn an die Gesellschafter ausgeschüttet werden. Gegenüber § 150 Abs. 3 AktG ist die durch § 150 Abs. 4 AktG angeordnete weitere Verwendungsbeschränkung jedoch insoweit aufgelockert, als dort auf den Vorrang der Auflösung der Gewinnrücklagen verzichtet wird (Schulz, in Bürgers/Körber a.a.O. § 150 Rn. 8).

Nach § 150 Abs. 4 Satz 2 AktG unzulässig ist die Ausschüttung von Gewinnen zu Lasten der gesetzlichen Rücklage (Euler/Sabel, in Spindler/Stilz a.a.O. § 150 Rn. 26). Zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrags muss zwar zunächst ein Gewinnvortrag aus dem Vorjahr, zum Ausgleich eines Verlustvortrags aus dem Vorjahr zunächst ein Jahresüberschuss des neuen Geschäftsjahres herangezogen werden. Reichen aber diese Ausgleichsmöglichkeiten nicht aus, darf zum Ausgleich der Reservefonds auch dann in Anspruch genommen werden, wenn noch Gewinnrücklagen vorhanden sind. Abweichend von § 150 Abs. 3 Nr. 2 AktG ist bei § 150 Abs. 4 Satz 1 AktG die vorrangige Auflösung anderer Gewinnrücklagen nicht vorgeschrieben (Waclawik in Hölters AktG a.a.O. § 150 Rn. 24). Voraussetzung für die Heranziehung des übersteigenden Betrages zum Ausgleich ist nach § 150 Abs. 4 Satz 2 AktG lediglich, dass nicht gleichzeitig Gewinnrücklagen zur Gewinnausschüttung aufgelöst werden. Der Grundgedanke dieser Regelung ist, dass die AG auf eine Gewinnausschüttung verzichten muss, wenn sie den Reservefonds zur Verlustdeckung in Anspruch nimmt. „Gleichzeitig“ bedeutet dabei: In der gleichen Gewinn- und Verlustrechnung, in der der Reservefonds herangezogen wird, dürfen keine Gewinnrücklagen zur Ausschüttung aufgelöst werden (Hennrichs/Pöschke, in MüKo AktG 4. Aufl. 2018, § 150 Rn. 33).

Eine „Verrechnung“ mit der Kapitalrücklage zugunsten der Ausschüttungsfähigkeit des zum 31. Dezember 2014 erwirtschafteten Jahresüberschusses von 1.668 TEUR schied

Wirtschaftsprüfer hat überzeugend ausgeführt, dass der bei der Planung der Nettomittelzuflüsse an die Anteilseigner gewählte Weg der bestmögliche war, um den höchstmöglichen Wert für die Mindereitsaktionäre zu erhalten (Bl. 800 d.A.). Vom „Verschwindenlassen“ positiver Jahresergebnisse zulasten der Minderheitsaktionäre kann angesichts dieser von der Kammer nachvollzogenen Wertung daher nicht die Rede sein.

b. Zu kapitalisierende Beträge während der „ewigen Rente“

Für die „ewige Rente“ ist die Bewertungsgutachterin von einer Ausschüttungsquote von 50% ausgegangen, wie aus der obigen Berechnung ersichtlich und im Bewertungsgutachten erläutert (BewGA Seite 39). Das ist im Ergebnis nicht zu beanstanden.

Bei der Ausschüttungsplanung konnte hier nicht auf eine durchschnittliche Ausschüttungsquote der Vergangenheit zurückgegriffen werden (vgl. zur grundsätzlichen Unbedenklichkeit OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 110, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 98, juris), weil die Gesellschaft, wie bereits ausgeführt, bis zum Bewertungsstichtag keinerlei Dividenden ausgeschüttet hatte.

Nach dem IDW S1-Standard ist in der Phase der ewigen Rente das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zu dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage zu planen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 37). Solange sich die zugrunde gelegte Ausschüttungsquote, wie hier, im Rahmen der am Kapitalmarkt beobachtbaren Quoten bewegt, ist das nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 111, juris unter Hinweis auf ein 2006 in der Literatur angegebenes Spektrum von 40 bis 60% nach Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1009; zu der Bandbreite vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 100, juris).

III. Kapitalisierungszinssatz

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

1. Gesamtüberblick

Ausgangspunkt ist die im IDW S1-Standard niedergelegte, überzeugende und auch vom Bewertungsgutachten im vorliegenden Fall herangezogene Überlegung (BewGA Seite 39), dass der zu ermittelnde Kapitalisierungszinssatz der Rendite einer Alternativanlage entsprechen muss, die der Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquat ist. Der Kapitalisierungszinssatz muss ferner dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 114). Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen dem Standard zufolge insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht, wobei sich die Renditen für Unternehmensanteile grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen lässt (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 115).

Die Bewertungsgutachterin hat im Bewertungsgutachten vom 22. Mai 2015, ausgehend vom damals geltenden Basiszinssatz von gerundet 1,0% folgende Kapitalisierungszinssätze verwendet (BewGA Seite 48):

	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 TV
Basiszins vor persönlicher Ertragsteuern	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Abgeltungssteuer inkl. Solidaritätszuschlag	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszins nach persönlichen Ertragsteuern	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Unlevered beta (Assets + Cash)	0,97	0,98	1,09	1,09	1,09	1,09
Marktrisikoprämie nach persönlichen Ertragsteuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Operatives Risiko	6,24%	6,24%	6,54%	6,24%	6,24%	6,24%
Marktwert Fremdkapital zum 01.01.	7.768	7.895	7.783	7.419	7.045	6.767
Marktwert Eigenkapital zum 01.01.	28.927	32.133	25.400	25.796	26.682	27.583
Verschuldungsgrad	26%	25%	31%	28%	26%	25%
Beta levered	1,21	1,10	1,40	1,38	1,35	1,34
Kapitalstrukturrisiko	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%	1,18%
Kapitalstrukturrisiko	7,42%	7,42%	7,72%	7,42%	7,42%	7,42%
Wachstumsabschlag						-1,25%
Kapitalisierungszinssatz nach Wachstumsabschlag	7,42%	7,42%	7,72%	7,42%	7,42%	6,17%

Quelle: Analyse Rödl & Partner

Die sachverständige Prüferin ist im Prüfungsbericht vom 23. Mai 2015 von folgenden Werten ausgegangen (PB Seite 82):

	2015	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Basiszinssatz vor persönlichen Steuern	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Betafaktor verschuldet	1,21	1,10	1,40	1,38	1,35	1,34
Risikozuschlag nach persönlichen Steuern	6,63%	6,05%	7,68%	7,58%	7,45%	7,35%
Eigenkapitalkosten nach persönlichen Steuern	7,37%	6,79%	8,42%	8,31%	8,19%	8,09%
Wachstumsabschlag						-1,25%
Kapitalisierungszinssatz nach persönlichen Steuern	7,37%	6,79%	8,42%	8,31%	8,19%	6,84%

Richtigerweise ist bei der Bewertung jedoch der am Bewertungsstichtag geltende Basiszinssatz heranzuziehen. Hieraus ergibt sich zusammenfassend folgende Berechnung, wobei auf einzelne Werte noch zurückzukommen sein wird:

	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 TV
Basiszins vor pers. Ertragsteuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Abgeltungssteuer inkl. Solidaritätszuschlag	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszins nach persönlichen Ertragsteuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Unlevered beta (Assets + Cash)	0,97	0,89	1,09	1,09	1,09	1,09
Marktrisiko prämie nach Steuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Marktwert Fremdkapital zum 01.01.	7.768	7.896	7.793	7.419	7.045	6.767
Marktwert EK zum 01.01.	29.114	31.317	24.686	24.971	25.856	26.737
Verschuldungsgrad	27%	25%	32%	30%	27%	25%
Beta levered	1,21	1,1	1,41	1,39	1,36	1,34
Wachstumsabschlag						-1,25%
	7,65%	7,07%	8,70%	8,50%	8,20%	7,41%

2. Nachsteuerbetrachtung

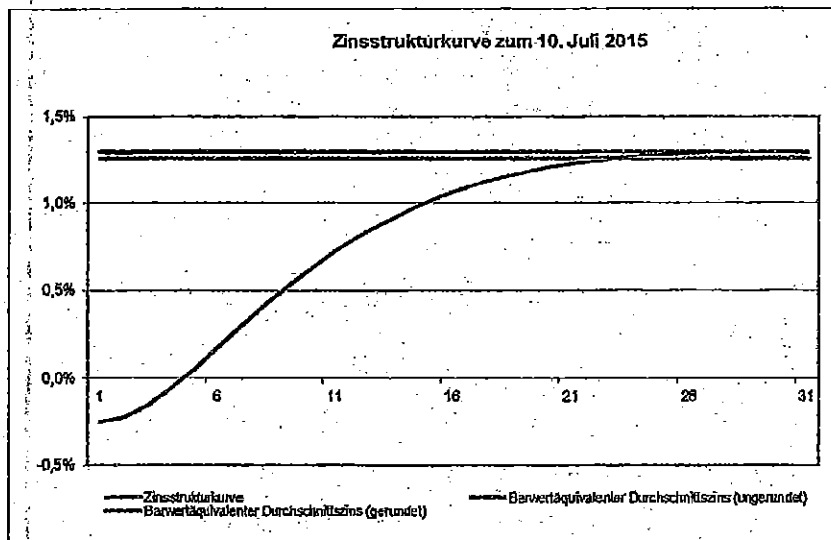
Die vorgenommene Nachsteuerbetrachtung sowie die zu Grunde gelegten Steuersätze können der gerichtlichen Schätzung zu Grunde gelegt werden. Die Nachsteuerbetrachtung, wonach die Auswirkungen persönlicher Ertragssteuern der Anteilseigner zum einen auf der Ebene der künftigen Zuflüsse und zum anderen beim Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt werden, ist für den vorliegenden Bewertungsanlass allgemein anerkannt und gebräuchlich. Dasselbe gilt für die Typisierung der steuerlichen Verhältnisse der Anteilseigner nach dem IDW-Standard (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 28-31, 43 ff.; vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 113, juris).

3. Basiszinssatz

Nach dem IDW S1-Standard i.d.F. 2008 ist für den objektivierten Unternehmenswert bei der Bestimmung des Basiszinssatzes von dem „landesüblichen Zinssatz“ für eine (quasi) risikofreie Kapitalmarktanlage auszugehen, weshalb „grundsätzlich“ auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen abgestellt wird (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 116).

Die Bewertungsgutachterin hat die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte, nach der Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve für Bundeswertpapiere herangezogen (BewGA Seite 40), ist dabei freilich im Bewertungsgutachten noch von der damaligen Zinsstrukturkurve (Stand Mai 2015) ausgegangen.

Die auf den Bewertungsstichtag (10. Juli 2015) aktualisierte Zinsstrukturkurve verläuft wie folgt:



Auf volle Viertelprozentpunkte gerundet, ergibt sich hieraus ein am Bewertungsstichtag geltender Basiszinssatz von 1,25%.

Die Heranziehung der nach der Svensson-Methode ermittelten Zinsstrukturkurve entspricht der Empfehlung des IDW im IDW S1-Standard (i.d.F. 2008, Tz. 117), ist methodisch in der Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 70, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2017 – I-26 W 10/15 (AktE) –, Rn. 45, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 100, juris; Oberlandesgericht Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014 – 1 W 18/13 –, Rn. 58, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 113, juris) und entspricht der anerkannten Expertenauffassung des IDW (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 124, juris). Die Zinsstrukturkurven bilden laufzeitspezifische Basiszinssätze ab. Aus laufzeitspezifischen Zinssätzen für einen langen Zeitraum kann finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden.

Einzelne Antragsteller und der gemeinsame Vertreter sind der Auffassung, dass bei der Bewertung von Unternehmen mit prognostisch nicht begrenzter Lebensdauer anstelle der theoretischen Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit die Rendite 10jähriger Bundesanleihen (von seinerzeit rund 0,5% nach Angaben dieser Antragsteller) herangezogen werden müsse (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 3 bis 6 – Bl. 44 d.A.; gemeinsamer Vertreter: Bl. 654 d.A.). Die Antragsteller Ziff. 40 und 41 (Bl. 396 d.A.) wollen sogar nur einen fünfjährigen Anlagehorizont berücksichtigen.

Diesem Anliegen kann nicht gefolgt werden. Die Unternehmensbewertung ist, vom hier nicht vorliegenden Sonderfall eines Unternehmens mit zeitlich begrenzter Lebensdauer

abgesehen (vgl. IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 117), auf die Ewigkeit ausgelegt (vgl. LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 113, juris). Weil das Unternehmen beim Ertragswertverfahren mit einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer bewertet wird, spricht man bezogen auf die künftigen Nettoerträge nach der Detailplanungsphase auch von der „ewigen Rente“. Betriebswirtschaftlich ist grundsätzlich zu fordern, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11, Rn. 113, juris). Diesem (betriebswirtschaftlichen) Gebot der Laufzeitäquivalenz entsprechend, wäre als Basiszinssatz grundsätzlich die am Bewertungsstichtag zu erzielende Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten Anleihe der öffentlichen Hand heranzuziehen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 117). Weil es solche „ewigen Anleihen“ jedoch nicht gibt, zieht man nach dem IDW-Standard hilfsweise die Zinsstrukturkurven und zeitlich darüber hinausgehende Prognosen heran (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 117), um so näherungsweise theoretische Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit zu ermitteln.

Da die Regressionsparameter der Deutschen Bundesbank nur eine auf empirischen Daten basierende „unmittelbare“ Ableitung einer Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum zulassen, es im vorliegenden Fall jedoch um die Ermittlung des Barwerts einer ewigen Rente geht, stellt das Bewertungsgutachten im vorliegenden Fall konsequenterweise nicht allein auf die Zinsstrukturkurve für einen dreißigjährigen Zeitraum ab, sondern setzt zur Abbildung einer Zinsstrukturkurve mit einer unendlichen Laufzeit den ermittelten Zero-Bond-Zinssatz für eine Restlaufzeit von dreißig Jahren als nachhaltigen Schätzwert an und ermittelt hieraus einen barwertäquivalenten „einheitlichen Basiszinssatz“ (BewGA Seite 40).

Dass anstelle eines „einheitlichen Basiszinssatzes“ auch der Ansatz „fristenkongruent berechneter Zinssätze“ bzw. „periodenspezifischer Basiszinssätze“ für einzelne Zeiträume und Zahlungsströme theoretisch denkbar wäre, mag sein. Erstens rechtfertigt sich die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes aber bereits aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes aber in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft gegen Abfindung ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 116, juris). Zweitens entspricht die Verwendung eines typisierten, ein-

heitlichen laufzeitkonstanten Basiszinssatzes anstelle von laufzeitspezifischen Zinsen einer Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW von 2005 (vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 125, juris; Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 195, juris; Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 97, juris). Sie steht außerdem in Einklang mit der aktuellen Empfehlung des IDW (vgl. IDW S1 2008 Rdn. 117; wie hier OLG Frankfurt, Beschluss vom 02. Mai 2011 – 21 W 3/11 –, Rn. 49, juris). Drittens entspricht es der allgemein üblichen Vorgehensweise, im Rahmen eines Bewertungsmodells notwendige Vereinfachungen und Pauschalierungen vorzunehmen. Das ist angesichts der gebotenen Schätzung des Unternehmenswerts nach § 287 Abs.2 ZPO nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 125, juris; Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 195, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 116, juris).

Im Übrigen ist aus Entscheidungen anderer Gerichte bekannt und der Kammer selbst in anderen Spruchverfahren (z.B. 31 O 1/15 KfH SpruchG) durch Wirtschaftsprüfer bestätigt worden, dass die Verwendung eines barwertäquivalenten einheitlichen Basiszinssatzes aus Praktikabilitätsgründen bei einer nicht stark schwankenden Zahlungsreihe zum gleichen Ergebnis führt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Dezember 2017 – I-26 W 8/15 (AktE) –, Rn. 54, juris: „keine allzu hohe Abweichung“).

Der so ermittelte einheitliche Basiszinssatz beträgt bei kaufmännischer Abrundung auf volle 1/4-Prozentpunkte **1,25%** (vor Steuern), wie von Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung am 02. Oktober 2018 erklärt (Bl. 781 d.A.). Der bei der Bewertung im Mai 2015 noch zugrunde gelegte Basiszinssatz von **1,00%** (vgl. BewGA Seite 40), dessen Angemessenheit die sachverständige Prüferin im Prüfungsbericht bestätigt hatte (PB Seite 58 f. d.A.), ist daher erst Recht nicht zu beanstanden.

Dass nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz, der sich mehr oder weniger zufällig ergibt, sondern auf einen Dreimonatsdurchschnitt – freilich aus der Perspektive des Stichtags - abgestellt wird, ist in der Rechtsprechung seit langem anerkannt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 96, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. Juni 2016 – I-26 W 4/12 (AktE) –, Rn. 20, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 114, juris). Bei der Zukunftsprognose geht es um die aus der Sicht des Bewertungsstichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Verzinsung (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 121, juris).

Die Kammer ist der Auffassung, dass es bei der vorgenommenen Rundung auf volle Viertelprozente bleiben kann, denn diese entspricht einer Empfehlung des FAUB von 2005 (IDW-FN 2005, Seite 555 ff.) und wurde in der Vergangenheit vom OLG Stuttgart nicht beanstandet (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 95, juris; im Ergebnis auch LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 119, juris, wonach die Aufrundung von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt sei; ebenso noch OLG Karlsruhe, Beschluss vom 01. April 2015 – 12a W 7/15 –, Rn. 80, juris; kritischer jetzt im Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 70, juris, wonach bei einer Bewertung unter Anwendung des IDW S1 i.d.F. 2005 „kein Anlass“ zur Rundung gesehen werde; vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2017 – I-26 W 10/15 (AktE) –, Rn. 45, juris, das im entschiedenen Fall eine Abrundung als „keineswegs zwingend“ einschätzte, zugleich aber auf die beschränkte Plausibilitätsprüfung hinwies).

Dementsprechend bezeichnen einzelne Antragsteller den Basiszinssatz von 0,74% nach Steuern – auf der Grundlage eines Basiszinssatzes vor Steuern von 1,0% - ausdrücklich als angemessen (Antragsteller Ziff. 12 – Bl. 110 d.A.; Ziff. 14 – Bl. 139 d.A.).

4. Marktrisiko­prämie

a. Grundsätzliche Überlegungen

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

Dem IDW-Standard IDW S1 i.d.F. 2008 liegt die Überlegung zugrunde, dass sich Renditen für Unternehmensanteile grundsätzlich in einen Basiszinssatz und eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen lassen (Tz. 115). Dem Standard zufolge, können aus den am Kapitalmarkt empirisch ermittelten Aktienrenditen mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen („Capital Asset Pricing Model“, kurz CAPM; Tax-CAPM) Risikoprämien abgeleitet werden (Tz. 118).

Die Bewertungsgutachterin hat, dem (Tax-)CAPM folgend, den ermittelten Basiszinssatz einer gedachten risikofreien Alternativanlage dementsprechend um einen Risikozuschlag erhöht, der sich als Produkt aus zwei Faktoren ergibt: der Marktrisiko­prämie und dem Betafaktor (vgl. BewGA Seite 41). Die sachverständige Prüferin hat vereinzelt in der Rechtsprechung geäußerte grundsätzliche Bedenken gegen das Modell erwähnt, die Üblichkeit und Angemessenheit der angewandte Methode jedoch im Ergebnis bestätigt (PB Seite 55, 60).

Einige Antragsteller halten eine „grundsätzliche Kritik“ am Tax-CAPM für „überfällig“, da es von „völlig falschen Annahmen“ ausgehe (etwa die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 – Bl. 45 d.A.).

Neben dem CAPM oder dem Tax-CAPM werden in der Wirtschaftswissenschaft auch andere Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlags wie etwa die „Risikozuschlagsmethode“ (dazu Veil, in Spindler/Stilz, AktG 3. Aufl. § 305 Rn. 89) erörtert. Letztere wird in der heutigen Literatur allerdings bereits als „überholt“ bezeichnet (Emmerich, in Emmerich/Habersack Aktien-/GmbH-KonzernR 8. Aufl. 2016, § 305 AktG Rn. 68 f.).

Das OLG München hat in einer Entscheidung von 2008 das Tax-CAPM nicht als unbrauchbar verworfen, aber zum Ausdruck gebracht, dass eine Festlegung des Risikozuschlags auch „pauschal aufgrund von Erfahrungswerten“ erfolgen könne. Das sei in der Vergangenheit weitgehend üblich gewesen und gebe „der subjektiven Beurteilung des Bewerter erheblichen Raum“. Der Senat halte das seinerzeit im Vordringen befindliche Tax-CAPM „nicht für überlegen“ (OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 – 31 Wx 88/06 –, Rn. 31, juris). Richtig ist auch, dass die Bewertung nach dem Tax-CAPM wie jede andere Methodik der Unternehmensbewertung von subjektiven Einschätzungen des Bewerter abhängt. Die „Zuschlagsmethode“ ist aber keine intersubjektiv nachprüfbare Methode und deshalb dem Tax-CAPM nicht methodisch überlegen.

Es muss an dieser Stelle dahingestellt bleiben, ob und welche Vor- und Nachteile andere betriebswirtschaftliche Methoden gegenüber dem Tax-CAPM haben. Denn entscheidend bleibt nach den oben dargestellten Rechtsprechungsgrundsätzen der Angemessenheitsprüfung, dass das Tax-CAPM weiterhin eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte, in der Bewertungspraxis gebräuchliche und in der Rechtsprechung weitgehend akzeptierte Methode darstellt (auch dazu Veil, in Spindler/Stilz a.a.O. § 305 Rn. 90; vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 105, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. Dezember 2016 – I-26 W 25/12 (AktE) –, Rn. 78, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 69, juris zum IDW S1 i.d.F. 2000; Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 128; Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12, Rn. 162, juris; auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 18, 25, 95, 98 juris ohne weitere Thematisierung angesichts des beschränkten Beschwerdevorbringens). Im Rahmen eines Spruchverfahrens kann es, wie bereits ausgeführt, nicht darum gehen, einen wirtschaftswissenschaftlichen Methodenstreit richterlich zu entscheiden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 49, 67 juris). Die Wahl des Tax-CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags im vorliegenden Fall ist daher nicht grundsätzlich zu beanstanden.

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

bb. Verzicht auf jeglichen Risikozuschlag?

Der gemeinsame Vertreter meint, es bedürfe im vorliegenden Fall keines gesonderten Risikozuschlags (Bl. 655 d.A.). Einerseits argumentiert er, dass von dreizehn vom DAI herangezogenen Studien zum Renditevergleich zwischen Aktien und Renten nur sieben zu einem Renditevorsprung für Aktien kämen (Bl. 657 d.A.). Andererseits trägt er vor, es werde nicht in Abrede gestellt, dass die Anlage in einem Unternehmen mit größeren Risiken behaftet sei als die Anlage in öffentlichen Anleihen. Allerdings biete die Aktienanlage auch größere Chancen. Diese Chancen seien bei der vorliegenden Bewertung jedoch unberücksichtigt geblieben. Das Risiko werde durch die „äußerst vorsichtigen Planzahlen“ bereits ausreichend berücksichtigt. Eines gesonderten Risikozuschlags bedürfe es nicht. Gestützt auf eine Entscheidung des OLG Stuttgart, vertritt der gemeinsame Vertreter den Standpunkt, dass die Annahme eines weiteren Risikozuschlags methodisch nicht zulässig sei (Bl. 655 d.A.).

Nach Auffassung der Kammer ist zu differenzieren: Die Planung, auf der die Schätzung der künftigen Unternehmenserfolge als Grundlage der objektivierten Unternehmensbewertung beruhen, muss realistische Erwartungswerte im Rahmen der Marktchancen und -risiken widerspiegeln (Peemöller/Kunowski, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 6. Aufl. a.a.O. Seite 295 und Gleißner, in Peemöller, a.a.O. Seite 877; Wollny, Der objektivierter Unternehmenswert, a.a.O. Seite 406; vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 75, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 26. Oktober 2006 – 20 W 14/05 –, Rn. 28, juris; OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12, juris). Dass Kapitalanleger regelmäßig risikoavers sind, wird jedoch im Erwartungswert gerade nicht berücksichtigt. Bei Risikoaversion muss ein Abschlag vom Erwartungswert vorgenommen werden, soll er als „sicher“ eingestuft werden. In die objektivierter Unternehmensbewertung fließen nicht nur Erwartungswerte ein, sondern auch das Risiko. Zur Abbildung der Risikoaversion arbeitet die Unternehmensbewertung methodisch entweder mit der Risikoabschlags- bzw. Sicherheitsäquivalenzmethode oder mit der Risikozuschlagsmethode. Das OLG Stuttgart hat in der vom gemeinsamen Vertreter zitierten Entscheidung (Bl. 655 d.A.) ausgeführt, dass „es eine Frage der Bewertungsmethode des jeweiligen Gutachters ist, ob er alle unternehmerischen Risiken bereits durch vorsichtige Ansätze bei der Schätzung des Zukunftserfolges oder erst bei dem Kapitalisierungszins berücksichtigen kann und will“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom

04. Februar 2000 – 4 W 15/98 –, Rn. 47, juris). Damit spricht das Gericht die Risikoabschlags- und Risikozuschlagsmethode an.

Die Risikozuschlagsmethode ist nicht nur in der Praxis üblich (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O. Seite 406), national und international anerkannt, sondern entspricht auch der im IDW S 1 i.d.F. 2008 empfohlenen marktorientierten Vorgehensweise: Der IDW empfiehlt demnach im Interesse der eindeutigen Abgrenzung, im Zähler der Bewertungsformel (ausschließlich) Erwartungswerte anzusetzen und Planungsrechnungen, die andere Werte widerspiegeln, entsprechend zu korrigieren; sowohl allgemeine Risiken als auch unternehmensspezifische Risiken sollen ausschließlich im Kapitalisierungszinssatz und damit im Nenner der Formel berücksichtigt werden (IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 90).

Das Bewertungsgutachten folgt dem IDW S i.d.F. 2008 (BewGA Seite 6). Die sachverständige Prüferin hat ausgeführt, die Planung des EBIT der Gesellschaft für die Jahre 2015 bis 2019 spiegele die Chancen und Risiken des Geschäftsmodells ausgewogen wieder und sei deshalb geeignet, einen objektivierten Unternehmenswert zu ermitteln. Die Berücksichtigung der Risikoäquivalenz im Rahmen der Risikozuschlagsmethode entspreche dem IDW S 1 und der in der Bewertungspraxis üblichen Vorgehensweise (PB Seite 59).

Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung bestätigt, dass im vorliegenden Fall im Zähler Erwartungswerte angesetzt und kein Risikoabschlag vorgenommen wurde (Bl. 801 d.A.). Die Vorgehensweise entspricht damit der Risikozuschlagsmethode und ist nicht zu beanstanden.

Die These, für das unzweifelhaft höhere Risiko der Aktienanlage sei keinerlei Risikozuschlag anzusetzen, verstieße nach Einschätzung der Kammer gegen jegliche Lebenserfahrung. Denn das hieße, dass Aktienanleger letztlich im Durchschnitt keine höhere Renditeerwartung hätten als Anleger, die in relativ sichere öffentliche Anleihen investieren. Das Gegenteil ist jedoch der Fall: Gegenüber der Anlage in Zerobonds oder festverzinslichen Anleihen „sicherer“ öffentlicher Emittenten bei bestehendem Rückzahlungsanspruch ist die Investition in Aktien eines Unternehmens zweifellos mit höheren Chancen, aber auch Risiken verbunden, die sich aus der unternehmerischen Tätigkeit ergeben (OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 68, juris). Der Aktionär trägt im Umfang seiner Beteiligung nicht nur das Insolvenzrisiko, sondern auch das im Vergleich zum Ausfallrisiko bei festverzinslichen Staatsanleihen „sicherer“ Emittenten tendenziell höhere unternehmerische Risiko mit, dass künftige Erträge nicht einklagbar sind, dass sie bei verfehlten Geschäftsführungsentscheidungen ganz ausbleiben oder durch

Verluste in späteren Geschäftsjahren aufgezehrt werden können und dass es auch keine Garantie dafür gibt, dass sie stetig anfallen. Darüber hinaus trägt er anders als bei Staatsanleihen mit festem Rückzahlungsbetrag, der bei Fälligkeit einklagbar wäre, auch noch das Risiko, bei einer in Zukunft getroffenen, freien Deinvestitionsentscheidung letztlich auf die zu diesem Zeitpunkt aktuelle Wertschätzung des Kapitalmarkts angewiesen zu sein. Hieraus ergibt sich das Risiko, dass der Gesamtertrag für den Anleger selbst bei regelmäßigen Überschüssen letztlich infolge von Kursverlusten negativ sein kann. All diese Chancen, aber auch Risiken unterscheiden die Aktienanlage von derjenigen in festverzinslichen Staatsanleihen.

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

Als weiteres Argument für den Risikozuschlag kommt hinzu, dass es sich bei den aufgrund der Planung ermittelten künftigen Überschüssen um Erwartungswerte handelt, deren Realisierung keineswegs sicher ist. Durch den Risikozuschlag wird dieser Unsicherheit der Planung Rechnung getragen.

Nicht nur das OLG Stuttgart, sondern auch andere Gerichte gehen in ständiger Rechtsprechung davon aus, dass sich der Kapitalisierungszinssatz, zu dem künftig zufließende Erträge zu diskontieren sind, aus einem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammensetzt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn.

911

58, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 287, juris), und nehmen an, dass im Grundsatz von einer Überrendite von Aktien auszugehen ist (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 177, juris).

b. Konkrete Einschätzung der Marktrisikoprämie

Die Bewertungsgutachterin hat die bei der Bewertung im vorliegenden Fall angewandte Marktrisikoprämie nach Steuern mit 5,5% festgelegt (BewGA Seite 43). Die sachverständige Prüferin hat eine Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern ebenfalls als angemessen und zutreffend bezeichnet (PB Seite 51). Nahezu alle Antragsteller kritisieren die zugrunde gelegte Marktrisikoprämie als unrealistisch zu hoch.

Der FAUB hat zu verschiedenen Zeitpunkten Empfehlungen zur Höhe der Marktrisikoprämie ausgesprochen. Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin nehmen hinsichtlich der Marktrisikoprämie Bezug auf die zum Bewertungsstichtag gültige Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012, ergänzen diese aber um weitere eigene Überlegungen.

aa. Zugrunde liegende empirische Daten

Die Risikoprämie kann mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen abgeleitet werden. Nach dem Tax-CAPM werden die erwarteten Renditen nach typisierter Ertragsteuer als Summe aus dem risikolosen Basiszinssatz nach Ertragsteuer und einer Marktrisikoprämie nach Ertragsteuer erklärt, die mittels des unternehmensindividuellen Betafaktors zu einer unternehmensindividuellen Risikoprämie transformiert wird (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 120). Die Marktrisikoprämie lässt sich anhand von Markttrenditen im Vergleich zum risikolosen Basiszins ermitteln (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O. Seite 547), wobei es für den Kapitalisierungszins bei der Unternehmensbewertung wiederum um eine Zukunftsprognose, um einen Erwartungswert geht. Da die Marktrisikoprämie nicht direkt beobachtet werden kann (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 811), wird sie bislang regelmäßig aus empirischen Daten abgeleitet (Wollny, a.a.O. Seite 552). Trotz mancher Einwände und Bedenken in der Fachwissenschaft ist die Herleitung aus „historischen Marktrisikoprämien“ nach wie vor anerkannt und gebräuchlich (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 131, juris).

Bei der Herleitung anhand empirischer Daten werden in der Betriebswirtschaftslehre mit jeweils guten Argumenten unterschiedliche Referenzindizes für das „Marktportfolio“ (etwa: DAX, sämtliche deutsche Aktien, CDAX, MSCI, nur Stammaktien aus dem DAX) und unterschiedliche Wege der Durchschnittsbildung zur Verarbeitung empirischer Daten

(arithmetisches vs. geometrisches Mittel) vertreten. Während die Verdichtung unter Verwendung des arithmetischen Mittels eine jährliche Anlage und Veräußerung des Aktienportfolios unterstellt, legt die Verwendung des geometrischen Mittels eine Kauf- und Haltestrategie über den gesamten Anlagezeitraum zugrunde (Wollny, a.a.O. S. 548 ff., 552f.).

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

Es ist, wie bereits ausgeführt, nicht Aufgabe der Rechtsprechung im Rahmen von Spruchverfahren bei der Beurteilung der Angemessenheit eines rechnerisch im Wege des Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswerts, einen Beitrag zur Lösung ungeklärter Streitfragen der Wirtschaftswissenschaft zu leisten und die eine „richtige“ empirisch begründbare Marktrisikoprämie festzulegen, die es – angesichts der Bandbreite vertretbarer Werte – nicht geben kann (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 176, juris).

Die bereits erwähnten Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie sind insbesondere auf empirische Studien von Prof. Stehle zurückzuführen (Wpg 2004, 906 ff.; vgl. Wollny, a.a.O. Seite 556). Einzelne Antragsteller behaupten, Prof. Stehle habe die Ergebnisse seiner Studie von 2004 durch eine neuere Studie von 2010 zurückgenommen und käme nun zu niedrigeren Marktrisikoprämien. Diese These ist bekanntlich bereits in anderen Spruchverfahren u.a. durch das OLG Stuttgart überprüft und widerlegt worden durch die vorgelegte Auskunft des Autors selbst aus dem Jahr 2011, wonach seine Ausführungen von 2004 weiterhin uneingeschränkt gelten (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 244 ff., auch zu weiteren pauschalen Einwänden gegen die „Stehle-Studie“). Dementsprechend wird die Studie von Prof. Stehle von den Gerichten regelmäßig auch weiterhin als eine der empirischen Grundlagen zur Bestimmung der Marktrisikoprämie herangezogen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08, Rn. 188 ff.; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 – I-26 W 9/14 (AktE), Rn. 54; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17. Dezember 2015 – I-26 W 22/14 (AktE), Rn. 50; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 02. Oktober 2017 – 9 W 3/14, Rn. 36).

bb. Weitere Ansätze neben der empirischen Methode

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

Ein solcher Ansatz ist die Ermittlung „impliziter Marktrisikoprämien“ (Kapitalkosten) anhand aktueller Aktienkurse und anhand von Analystenschätzungen bezüglich der künftigen Überschüsse (im Überblick Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O. Seite 564 f. mit Hinweis auf verschiedene Studien zu impliziten Marktrisikoprämien von 2001 bis 2014). Ausgehend von bekannten Marktwerten (Börsenkursen) und bekannten, erwarteten Cashflows lassen sich bei dieser Methode in Umstellung der Bewertungsgleichung Gesamtrenditen (also implizite Kapitalkosten) ermitteln (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 818 unter Hinweis auf Jäckel/Kaserer/Mühlhäuser, WPg 2013, 365 ff.; Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willmershausen, WPg 2013, 948 ff., 950 ff.).

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

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

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

Minderheitsaktionäre sind bei der fiktiven „freien Deinvestitionsentscheidung“ typischerweise auf den – wiederum auch von Analystenschätzungen beeinflussten – Kapitalmarkt angewiesen.

Soweit Wirtschaftsprüfer die Gleichsetzung von Börsenpreis und Unternehmenswert als problematisch bezeichnen (vgl. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 819), ist ihnen entgegenzuhalten, dass an einem funktionierenden Kapitalmarkt der Markt – aus Sicht des Gesetzgebers – die „richtige“ Unternehmensbewertung liefert (BT-Drucks. 13/9712, S. 13), und dass auch aus verfassungsrechtlicher Sicht der (im Spruchverfahren „gesuchte“) Verkehrswert „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“ ist (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, juris Rn. 56, 60, 63), während der Kapitalmarkt Informationen regelmäßig nicht reflektiert, die am Bewertungsstichtag Unternehmensinterna sind und auf die zwar ein Wirtschaftsprüfer im Rahmen seiner Bewertungstätigkeit, nicht aber der gewöhnliche Kapitalmarktteilnehmer Zugriff haben mag (vgl. zum Ganzen LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 68 ff., juris).

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

Die von Kritikern angesprochenen „Schätzfehler“ sprechen nicht generell gegen das Modell der „impliziten Kapitalkosten“, denn solche Fehler können zumindest bei Heranziehung einer Vielzahl von Analystenschätzungen nivelliert werden. Berücksichtigt wird der Durchschnitt aller verfügbaren Schätzungen, die sogenannte Consensus-Schätzung, was tendenziell zu einem Ausgleich einzelner Über- oder Untertreibungen führt (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 819). Berücksichtigt man zudem, dass in die Schätzungen von Analysten auch Informationen einfließen, die sie vom Management des jeweiligen Unternehmens erhalten, und dass das Management bei der

Kommunikation am Kapitalmarkt Anreize hat, eher über den realistischen Erwartungswerte liegende Zahlen zu verwenden (wie bereits in Spruchverfahren erörtert), so wird deutlich, dass derartige Analystenschätzungen nicht zwangsläufig zum Nachteil von Minderheitsaktionären ausfallen.

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

In Österreich orientiert sich der Fachsenat für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer seit 2017 (Empfehlung KFS/BW 1 E7) an den impliziten Markttrenditen und damit an impliziten Marktrisikoprämien und zieht seine Schlüsse angesichts unterschiedlicher Verfahren (Residualgewinnmodelle, Dividendendiskontierungsmodelle) und unterschiedlicher Gewinnprognosen von Analysten aus einem Bündel von Studien (vgl. Bertl, Wpg 2018, 805).

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

cc. Empfehlungen des FAUB zur Höhe der Marktrisikoprämie im historischen Verlauf

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

Bezogen auf das Halbeinkünfteverfahren, gab es eine Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW („AKU“), eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,0% bis 6,0% anzuwenden (IDW-FN 2005, 71). Diese Empfehlung von 2005 stützte sich auf Ergebnisse einer empirischen Untersuchung von Prof. Stehle aus dem Jahr 2004 zu historischen Markttrenditen, übernahm diese Ergebnisse aber nicht pauschal (er hatte bei Abstellen auf den CDAX Nachsteuerwerte zwischen 3,83% und 6,66% ermittelt). Der

Empfehlung liegt vielmehr eine eigenständige Auswertung des damaligen Meinungsstandes zur Bestimmung der Marktrisikoprämie zugrunde. Das OLG Stuttgart hat zu dieser Empfehlung entschieden, dass es sich um eine anerkannte Expertenauffassung handle, die als Schätzgrundlage dienen könne (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 319 ff., juris).

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

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

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

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

dd. Meinungsstreit in Bezug auf die Marktrisikoprämie bei anhaltender Niedrigzinsphase

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird unter Hinweis auf die anhaltende Niedrigzinsphase sowie empirische Untersuchungen die Anwendung einer erhöhten Marktrisikoprämie befürwortet (Wagner u.a.; WPg 2013, 948 ff; Gleißner, WPg 2014, 258 ff; Zeidler/Tschöpel/Bertram, BewPraktiker 2012, 2 ff, zit. nach OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15 –, Rn. 74). Andererseits gibt es in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur durchaus Kritiker, die sich für eine zumindest inzwischen wieder gesunkene Marktrisikoprämie aussprechen und die u.a. auf eine nach dem Kurseinbruch von 2009 signifikant gestiegene Marktkapitalisierung deutscher Aktien sowie auf zahlreiche, in den empirischen Daten bereits berücksichtigte konjunkturelle Krisen der Vergangenheit verweisen (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert 3. Aufl. 2018, Seite 574 ff., 581 ff.). Ob bei sinkendem Basiszins auch die Marktrisikoprämie fallen muss, ist streitig (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13 –, Rn. 56 unter Hinweis auf Knoll/Wenger/Tartler ZSteu 2011, 47; Knoll BewPraktiker März 2012, S. 11 einerseits und Zeidler/Tschöpel/Bertram, BewPraktiker März 2012, S. 2 andererseits).

Die betriebswirtschaftliche Diskussion zur Ermittlung einer sachgerechten Marktrisikoprämie insbesondere in der anhaltenden Niedrigzinsphase ist noch nicht abgeschlossen. Sie wurde im vorliegenden Verfahren von einigen Antragstellern als „ergebnisoffen“ dargestellt (so die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 – Bl. 45 d.A.).

Das LG Hannover ist in einem Beschluss von 2015, bezogen auf den 23. November 2012 als Bewertungsstichtag, der Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 gefolgt und hat eine Marktrisikoprämie von 5,5% als angemessen bestätigt (LG Hannover, Beschluss vom 25. Februar 2015 – 23 AktE 7/13, im Verfahren LG Stuttgart 31 O 50/15 KfH SpruchG vorgelegt als Anlage AG 16). Auch das OLG Frankfurt hat sich gerade angesichts des Streits in der Wirtschaftswissenschaft und in Literatur und Rechtsprechung für die weitere Berücksichtigung der Empfehlung des FAUB zur erhöhten Marktrisikoprämie im „Niedrigzinsumfeld“ und für die Angemessenheit der konkreten Verwendung von 5,5% bezogen

auf einen Bewertungsstichtag im Jahr 2013 ausgesprochen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15 –, Rn. 71).

Das LG Stuttgart hat entschieden, dass es bezogen auf den Bewertungsstichtag 15. Juli 2014 noch bei dem Rückgriff auf die Empfehlung des FAUB bleiben könne (31 O 1/15 KfH SpruchG, Beschluss vom 17. September 2018).

Hingegen weicht das LG München I in mittlerweile ständiger Rechtsprechung dezidiert von der Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 zur erhöhten Marktrisikoprämie ab (vgl. u.a. LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 136, juris). Es legt stattdessen bei Anwendung des Tax-CAPM eine Marktrisikoprämie von 5,0% zugrunde (als im Schnittbereich der Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW vor 2012 und der angepassten neueren Empfehlung liegend). Auch das LG Dortmund ist der Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 in einer Entscheidung, die den Bewertungsstichtag 23. Mai 2013 betrifft, nicht gefolgt und hat im entschiedenen Fall eine Marktrisikoprämie von 4,5% angesetzt (LG Dortmund, Beschluss vom 04. November 2015 – 18 O 52/13 (AktE) –, Rn. 63, juris). Weitere Gerichtsentscheidungen dazu wurden von einzelnen Beteiligten des vorliegenden Verfahrens vorgelegt (vgl. etwa Bl. 641 f. d.A.).

ee. Beurteilung durch die Kammer

Nachdem die 31. Kammer für Handelssachen dies bereits für einen Bewertungsstichtag im Juli 2014 entschieden hat (LG Stuttgart, Beschluss vom 17. September 2018 - 31 O 1/15 KfH SpruchG), bleibt die Kammer auch für den hier relevanten Bewertungsstichtag 10. Juli 2015 dabei, dass noch auf die Empfehlung des FAUB zurückgegriffen werden kann.

(1)

Der FAUB bzw. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner (Wpg 2018, 806, 808) sind der Auffassung, dass es aufgrund der im historischen Vergleich ungewöhnlich niedrigen Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere und damit auch des Basiszinssatzes in Kombination mit der Verwendung der bisherigen Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie (vor 2012) insgesamt zu Gesamtrenditeerwartungen käme, die - unter Berücksichtigung von Ausmaß und zeitlicher Dauer der Abweichung - nicht zu empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen passen. Ob dieser Befund die Kapitalmarktsituation seit Ausbruch der Finanzmarktkrise - anhaltend - im Anwendungsfall der Unternehmensbewertung zu einer besonderen macht, ist unter Wirtschaftswissenschaftlern umstritten, ebenso

in welchem Ausmaß und wie lange die anhaltende Niedrigzinsphase noch Einfluss auf die Bemessung der Marktrisikoprämie hat. Selbst Kritiker gehen von einem – wenn auch deutlich geringeren – Anstieg der Marktrisikoprämie bei Einbeziehung der Aktienrenditen 2004 bis 2013 aus (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert a.a.O. Seite 582 d.A.).

(2)

Das OLG Stuttgart hat hervorgehoben, dass die Verlautbarungen des IDW trotz aller dagegen im Allgemeinen oder in Einzelfragen vorgebrachten Kritik von dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt seien und bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet würden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 80, juris).

Bezogen auf die Marktrisikoprämie teilt die Kammer die Auffassung, dass all diejenigen Werte ohne weiteres akzeptabel sind, die innerhalb der Bandbreite liegen, die bezogen auf den Bewertungszeitpunkt in einschlägigen betriebswirtschaftlichen Untersuchungen wie auch in der Bewertungspraxis herkömmlich anzutreffen sind. Das gilt insbesondere für solche Werte, die sich innerhalb der Spanne halten, die in Verlautbarungen des IDW empfohlen wird. Hält sich der herangezogene Wert innerhalb dieser von § 287 Abs. 2 ZPO gezogenen Grenzen, bedarf es einer gerichtlicher Auseinandersetzung mit dem in den Wirtschaftswissenschaften vorzufindenden Diskussionsstand grundsätzlich nicht (Steinle/Lieberl/Katzenstein, in MünchHdB GesR Band 7, 5. Aufl. 2016, § 34 Rn. 144 f.).

Bezogen auf die im vorliegenden Fall zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 5,5% nach Steuern ist festzuhalten: Dieser Wert liegt innerhalb der Spanne (Mittelwert) der vom FAUB nach wie vor für richtig gehaltenen Empfehlung.

(3)

Die Kammer möchte ihrer Beurteilung im Rahmen der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO allerdings auch keine offenkundig „falsche“, d.h. willkürliche und objektiv durch nichts belegbare Auffassung zugrunde legen. Angesichts der Kritik vieler Antragsteller an der Empfehlung des FAUB vom September 2012 zur erhöhten Marktrisikoprämie wegen der anhaltenden Niedrigzinsphase und angesichts des Umstandes, dass manche Gerichte in Spruchverfahren dieser Empfehlung des FAUB in Bezug auf den sich daraus ergebenden Mittelwert von 5,5% nicht (mehr) folgen, galt es – wie bereits im Verfahren 31 O 1/15 KfH SpruchG – kritisch zu prüfen, ob sich anhand konkreter Tatsachen echte „Fehler“ der Empfehlung des FAUB aufzeigen lassen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober

2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 380, juris). Solche evidenten „Fehler“ sind jedoch nicht festzustellen. Im Gegenteil, kann der FAUB sich nach wie vor auf fachliche Argumente berufen, die für die von ihm ausgesprochene Empfehlung sprechen.

Als ein empirisch belegtes Indiz für die Richtigkeit der These, ein extrem niedriges Basiszinsniveau korreliere mit einer gestiegenen Marktrisikoprämie, könnte die Parallelentwicklung deutscher Aktienindizes und gesunkener Anleihenrenditen in der zweiten Jahreshälfte 2011 gewertet werden (vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram, WPg 2013, 71, grafisch aufgezeigt am Beispiel des CDAX und der Rendite 10jähriger Bundesanleihen).

In dem bereits erwähnten Monatsbericht der Deutschen Bundesbank vom April 2016 wird auf fast kontinuierliche Kursgewinne bei Aktien beiderseits des Atlantiks zwischen Mitte 2012 und Mitte 2015 und auf den Kurseinbruch in der zweiten Jahreshälfte 2015 sowie „seither ausgeprägten Schwankungen des Kursniveaus“ und eine seitdem erhöhte implizite Volatilität hingewiesen. Letztere ist ein Indikator für die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung. Die zurückliegende Phase erhöhter Schwankungen an den internationalen Aktienmärkten werfe aus geld- und finanzstabilitätspolitischer Sicht die Frage nach dem angemessenen Bewertungsniveau auf. Die Deutsche Bundesbank hat festgestellt, dass die impliziten Eigenkapitalkosten und die Aktienrisikoprämie bezogen auf den DAX sich seit 2014 kontinuierlich angenähert hätten und dass sich bei gleichzeitigem Zinsrückgang die Aktienrisikoprämie mit 7,5% „fast 2 Prozentpunkte oberhalb ihres Zehnjahresmittels“ bewege (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, Seite 16, 22 a.a.O.). Hierauf berufen sich auch Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner (Wpg 2018, 806 ff., 820).

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

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

In dem Bewusstsein, dass es auch für den Bereich der Marktrisikoprämie keinen absolut „richtigen, einzig zutreffenden“ Wert gibt, der einer „endgültigen Gewissheit zugeführt“ werden könnte (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11 –, Rn.

69, juris), sondern allenfalls eine angemessene Bandbreite vertretbarer Schätzwerte, und in dem Bewusstsein, dass sich die aktuelle Empfehlung des FAUB ohnehin auch weiterhin einer kritischen Prüfung unterziehen muss, sieht die Kammer aus vorgenannten Gründen von einer hier nicht erforderlichen und auch nicht leistbaren weiter vertieften Erörterung aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht ab. Die Unangemessenheit des im Bewertungsgutachten zugrunde gelegten und vom sachverständigen Prüfer als angemessen bestätigten Werts von 5,5% nach Steuern vermag die Kammer nicht festzustellen und schließt sich auch insoweit dem Votum des sachverständigen Prüfers an.

Aufgrund der Anerkennung der Empfehlungen des IDW als anerkannte Expertenauffassung und aufgrund der anzulegenden Prüfungsmaßstäbe (vgl. insbesondere oben I.1.c) bedarf es nicht der Einholung eines von einigen Antragstellern beantragten Sachverständigengutachtens zur Höhe der Marktrisikoprämie, auch wenn die Kammer keinen Zweifel hat, dass ein solches Gutachten bei guter Begründung zu einem ebenso gut vertretbaren (möglicherweise höheren, möglicherweise niedrigeren) Wert führen könnte.

5. Betafaktor

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

a. Allgemeine Überlegungen

Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08, Rn. 200; Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdB GesR a.a.O. § 34 Rn. 146). Gleichwohl werden zur Ermittlung des Betafaktors börsennotierter Gesellschaften Kapi-

talmarktdaten verwendet. Grundlage für die Schätzung des Betafaktors können der historische Verlauf der Börsenkurse der zu bewertenden Aktie selbst bzw. derjenige einer Peer Group oder auch allgemeine Überlegungen zum individuellen Unternehmensrisiko im Vergleich zum Risiko des Marktportfolios sein. Die unternehmensspezifische Risikostruktur kann berücksichtigt werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 200, juris; Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 135, juris).

Die Prognoseeignung von Betafaktoren ist dabei im jeweiligen Einzelfall zu würdigen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 121), ihre Aussagekraft kann anhand der Liquidität des Aktienhandels, des sogenannten Bestimmtheitsmaßes und des sogenannten T-Tests überprüft werden (vgl. LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 130, juris).

Ob ein aussagekräftiger unternehmenseigener Betafaktor stets Vorrang vor einem mithilfe einer Peer Group ermittelten Betafaktor hat, und unter welchen Voraussetzungen von einer hinreichenden Aussagekraft des unternehmenseigenen Betafaktors ausgegangen werden kann, ist bislang wissenschaftlich nicht geklärt und wird nicht einheitlich beurteilt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 69, 70, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12 –, Rn. 88, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. März 2014 – I-26 W 16/13 (AktE) –, Rn. 7, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 133, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 214, juris).

b. Keine aussagekräftigen unternehmenseigenen Betafaktoren im vorliegenden Fall

Wie bereits dargestellt (A. I. 1.), wurde im Jahr 2013 ein Übernahmeangebot der Antragsgegnerin bezogen auf Aktien der Jetter AG veröffentlicht, und der Börsenhandel endete aufgrund des Antrags auf Widerruf der Zulassung der Jetter-Aktien zum Handel im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse zum 30. April 2014. Bereits über ein Jahr vor dem hier relevanten Bewertungsstichtag fand somit kein Börsenhandel in Jetter-Aktien mehr statt. Durch das vorausgegangene, am 09. September 2013 veröffentlichte Übernahmeangebot war der Börsenhandel in Aktien der Jetter AG während der Angebotsphase vom Gesamtmarkt abgekoppelt und orientierte sich am Angebotspreis. Konsequenterweise hat die Bewertungsgutachterin den Zeitraum nach Veröffentlichung des Übernahmeangebots vom 09. September 2013 wegen der übernahmebedingten Kursverzerrungen bei der Ermittlung unternehmenseigener Betafaktoren ausgeblendet (BewGA Seite 43).

Die Bewertungsgutachterin hat jedoch untersucht, ob zumindest für den Zeitraum vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots aussagekräftige unternehmenseigene Betafaktoren ermittelt werden können. Sie hat das verneint und dabei auf zwei Aspekte abgestellt: zum einen die fehlende ausreichende Handelsliquidität (Verhältnis des Handelsvolumens zur Anzahl ausgegebener Aktien seit Februar 2010 stets unter 0,1%), zum anderen die Höhe des Bid-Ask-Spreads (seit 2013 durchgängig über 3,5%). Der unternehmenseigene Betafaktor sei daher „nicht belastbar“ (BewGA Seite 43 f.). Die sachverständige Prüferin hat diese Einschätzung im Prüfungsbericht als nachvollziehbar bestätigt; bei eigenen Auswertungen sei sie zu vergleichbaren Ergebnissen gekommen (PB Seite 74 f. d.A.).

Der anwaltliche Bevollmächtigte der Antragsteller Ziff. 1 und 2, 10 und 11 und zugleich Terminsbevollmächtigte für weitere Antragsteller hat im Anhörungstermin unter Bezugnahme auf die Ausführungen im Prüfungsbericht die Einholung eines Sachverständigengutachtens zum unternehmenseigenen Betafaktor angeregt (Bl. 803 d.A.). Die Kammer hält das für entbehrlich und mangels Entscheidungserheblichkeit nicht zielführend: Erstens ergeben sich aus dem Prüfungsbericht zwei Werte für unternehmenseigene Betafaktoren der Jetter AG (PB Seite 74: 0,40 und 0,47), so dass es insoweit keiner weitergehenden Sachverhaltsklärung durch ein Sachverständigengutachten bedarf. Zweitens geht die Kammer in Übereinstimmung mit der sachverständigen Prüferin davon aus, dass bei einem – wie hier – hohen Bid-Ask-Spread der Käufer der Aktien bei einer durch Kapitalmarktinformationen ausgelösten Verkaufsabsicht mit erheblich höheren Abschlägen auf die Bruttorendite rechnen muss als der Aktionär, dessen Aktie liquide gehandelt wird. Das tatsächliche Risiko eines Unternehmens zeigt sich in diesen Fällen nicht am empirisch ermittelten Betafaktor, weil der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten – wenn überhaupt – nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert (PB Seite 75).

Angesichts der erheblichen Konjunkturabhängigkeit der Jetter AG liegt ein Betafaktor von $>1,0$ nach Einschätzung der Kammer definitionsgemäß ohnehin auf der Hand, wie auch Wirtschaftsprüfer Wagner bei der Anhörung ausgeführt hat (Bl. 803 d.A.). Auch das spricht dagegen, den empirisch messbaren Betafaktoren der Jetter AG aus der Zeit vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots bei der Unternehmensbewertung überhaupt eine Bedeutung beizumessen, zumal der genannte Zeitraum rund $1\frac{3}{4}$ Jahre vor dem Bewertungsstichtag endete, die Verhältnisse am Stichtag somit nicht wiedergibt.

Die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 meinen, es könne ein „gezielter Widerruf der Börsenzulassung im Vorfeld eines Squeeze-Out vorliegen“, so dass das unternehmenseigene Beta „wegen sittenwidrigen Vorverhaltens“ zumindest teilweise verwendet werden müsse (Bl.

46 d.A.). Auch diese Argumentation überzeugt die Kammer nicht. Die Rechtsordnung sieht die Möglichkeit eines „Delisting“ (Widerruf der Börsenzulassung auf Antrag der Gesellschaft) vor. Seit Abkehr des BGH von seiner früheren „Macrotron“-Rechtsprechung durch eine Entscheidung vom Oktober 2013 haben die Aktionäre bei einem Widerruf der Zulassung der Aktie zum Handel im regulierten Markt auf Veranlassung der Gesellschaft keinen Anspruch auf eine Barabfindung und keinen Anspruch auf Unterbreitung eines Pflichtangebots des Mehrheitsaktionärs. Für das „Delisting“ bedarf es nicht einmal mehr eines Beschlusses der Hauptversammlung (vgl. BGH, Beschluss vom 08. Oktober 2013 – II ZB 26/12 –, Rn. 2, juris; anders noch BGH, Urteil vom 25. November 2002 – II ZR 133/01 –, BGHZ 153, 47-61, Rn. 36). Das „Delisting“ ist nach alledem nicht sittenwidrig. Das gilt auch, wenn ihm nach geraumer Zeit ein „Squeeze Out“ folgt, wenngleich der Kammer durchaus bewusst ist, dass der Hauptaktionär bereits durch das „Delisting“ dafür sorgen kann, dass eine dauerhafte Beteiligung der Minderheitsaktionäre für diese regelmäßig unattraktiv wird, soweit es sich um kapitalmarktorientierte Anleger handelt.

Hinzu kommt, dass das „Delisting“ im vorliegenden Fall nur den Zeitraum nach dem 30. April 2014 betrifft, nicht den von der Bewertungsgutachterin gleichwohl auf aussagekräftige Betafaktoren untersuchten Zeitraum bis zum 09. September 2013 (vgl. BewGA Seite 43). Die gegen deren Heranziehung sprechenden Argumente der Bewertungsgutachterin (zu geringes, unter dem Schwellenwert liegendes durchschnittliches Handelsvolumen, zu hohe durchschnittliche Bid / Ask-Spreads, somit illiquider Handel) werden also durch das spätere „Delisting“ nicht entkräftet.

c. Betafaktoren der herangezogenen „Peer Group“

Die Bewertungsgutachterin hat den Betafaktor der Jetter AG anhand von Betafaktoren einer Peer Group aus sieben anderen Unternehmen abgeleitet (BewGA Seite 43 ff.). Die sachverständige Prüferin hat sowohl das methodische Vorgehen als auch die Durchführung als „angemessen“ bezeichnet und erklärt, gegen die Ableitung der Vergleichsunternehmen seien keine Einwendungen zu erheben (PB Seite 77).

aa. Unbedenklichkeit der Ermittlung anhand einer Peer Group

Gegen die Ermittlung des im Rahmen des Tax-CAPM gesuchten unternehmenseigenen Betafaktors anhand einer Peer Group von anderen Unternehmen bestehen keine grundsätzlichen Bedenken (vgl. bereits oben a.).

bb. Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen

Entscheidend ist die tatsächliche Vergleichbarkeit der Unternehmen, die zur Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors in der Peer Group herangezogen und deren Betafaktoren betrachtet werden. Da bei der Ermittlung von Betafaktoren in der praktischen Umsetzung eine Vielzahl – in der Wirtschaftswissenschaft teilweise kontrovers diskutierter – methodischer Einzelfallentscheidungen zu treffen sind, sind die von den Bewertern insoweit getroffenen methodischen Einzelentscheidungen nach § 287 Abs. 2 ZPO taugliche Schätzungsgrundlage, wenn sie nachvollziehbar begründet sind und sich auf dem Boden gängiger Praxis bewegen, also anerkanntem und gebräuchlichem Vorgehen entsprechen, selbst wenn dieses in den Wirtschaftswissenschaften nicht unumstritten ist (Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdB GesR a.a.O. § 34 Rn. 147, 148).

Im Bewertungsgutachten findet sich folgende Tabelle zur Ableitung des Betafaktors der Jetter AG mit den von der Bewertungsgutachterin für die Peer Group ausgewählten Unternehmen:

Name	Raw Beta			D Verschuldungsgrad Zeile 13			Asset Beta bereinigt um cash			
	(w/2) 15	(w/2) 14	(w/2) 13	(w/2) 15	(w/2) 14	(w/2) 13	(w/2) 15	(w/2) 14	(w/2) 13	Ø 3 ZS (w)
Specifis PLC	1,25	1,73	1,38	7%	12%	15%	1,18	1,58	1,24	1,34
Siemens AG	1,06	1,02	1,13	43%	46%	45%	0,82	0,79	0,91	0,84
ICP DAS Co Ltd	0,78	0,69	1,23	4%	2%	1%	0,84	0,80	1,43	1,02
Rockwell Automation Inc	1,52	1,24	1,57	13%	17%	20%	1,45	1,16	1,44	1,35
Emerson Electric Co	1,16	1,07	1,08	16%	15%	18%	1,07	0,98	0,99	1,02
ABB Ltd	0,95	1,18	1,16	18%	22%	19%	0,89	1,08	1,10	1,02
Schneider Electric SE	1,35	1,53	1,68	20%	34%	37%	1,12	1,23	1,33	1,23
Mittelwert	1,15	1,21	1,32	18%	21%	22%	1,06	1,09	1,21	1,12

Quelle: Bloomberg, Analyse Rödl & Partner

Zahlreiche Antragsteller (u.a. Antragsteller Ziff. 3 bis 6 – Bl. 46 d.A.; Ziff. 40, 41 – Bl. 407 ff. d.A.; Ziff. 42 – Bl. 422 d.A.; Ziff. 43 – Bl. 432 d.A.) kritisieren die fehlende Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen der Peer Group und die fehlende Darlegung der Vergleichbarkeit. Der gemeinsame Vertreter hat sich dieser Kritik angeschlossen (Bl. 657 d.A.). Einige Antragsteller nennen konkrete Fakten, die aus ihrer Sicht gegen die Vergleichbarkeit der herangezogenen Peer Group-Unternehmen sprechen (z.B. Mitarbeiterzahlen, Niveau der Umsatzerlöse, Diversifizierung, vgl. u.a. Antragsteller Ziff. 40, 41 – Bl. 407 ff. d.A.).

Bereits die Bewertungsgutachterin selbst erklärt, dass es trotz des systematischen Auswahlprozesses naturgemäß Unterschiede im Produktportfolio der Peer Group-Unternehmen und der Jetter AG gebe und dass eine „vollständige Vergleichbarkeit“ regelmäßig nicht erreichbar sei (BewGA Seite 45). Bei der weiteren Darstellung im Zusammenhang mit dem Versuch einer Plausibilisierung des gefundenen Ertragswerts anhand von Multi-

plikatorenverfahren räumt die Bewertungsgutachterin zudem ein, dass wegen „Verzerrungen“ aufgrund abweichender Anwendung von Rechnungslegungsvorschriften „keine unmittelbare Vergleichbarkeit“ der Jetter AG mit der Peer Group bestehe und dass die Peer Group-Unternehmen deutlich größere Mischkonzerne seien, deren Marktabdeckung und Abhängigkeit von einzelnen Branchen und Regionen von der der Jetter AG signifikant abweichen. Sinngemäß weist die Bewertungsgutachterin auch darauf hin, dass bei den Unternehmen der Peer Group eine Fokussierung auf die Glasbranche wie bei der Jetter AG fehle. Auch die Betrachtung fundamentaler Werttreiber deute auf bewertungsrelevante Unterschiede zur Jetter AG hin (BewGA Seite 51).

Zweck der Ermittlung des Betafaktors ist es, die (allgemeine) Marktrisikoprämie mittels des unternehmensindividuellen Betafaktors zu einer unternehmensindividuellen Risikoprämie zu transformieren (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 120).

Fokussiert man das gesuchte individuelle Risiko der Jetter AG im Verhältnis zum Gesamtmarkt, so muss es bei der Ermittlung des Betafaktors anhand eines Durchschnitts von Betafaktoren anderer Unternehmen nach dem „Referenzgruppen-Verfahren“ darauf ankommen, Unternehmen zu finden, die hinsichtlich ihrer individuellen Risikostruktur dem zu bewertenden Unternehmen identisch sind oder *möglichst* nahekommen.

Zu den in der betriebswirtschaftlichen Literatur zur Unternehmensbewertung genannten Kriterien, auf die es bezüglich der Vergleichbarkeit von Peer Group-Unternehmen mit dem zu bewertenden Zielunternehmen bei der Ermittlung des Betafaktors ankommen kann, gehören: Branchenidentität, Unternehmensgröße, operativer Diversifikationsgrad, identische operative Rentabilität (Meitner/Streitferdt, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 6. Aufl. Seite 565).

Die sachverständige Prüferin hat in ihrem Prüfungsbericht das methodische Vorgehen der Bewertungsgutachterin im vorliegenden Fall dargestellt und bestätigt, dass dieses sachgerecht sei. Man habe bei eigenen Ermittlungen kein weiteres mögliches Vergleichsunternehmen identifiziert, welches ähnlich gut oder besser als die Unternehmen der vom Bewertungsgutachter gebildeten Peer Group das Risiko der Jetter AG abbilden könnten. Gegen die Ableitung der im Bewertungsgutachten aufgeführten und beschriebenen Vergleichsunternehmen seien keine Einwendungen zu erheben (PB Seite 77).

Ergänzend hat Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung ausgeführt, dass die Größe der Vergleichsunternehmen bei der Bestimmung der Peer Group kein entscheidender Aspekt sei. Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer habe die Überlegung verworfen, Zu-

schläge für kleine und mittlere Unternehmen zu veranschlagen. Lediglich über den Diversifizierungsgrad könne die Unternehmensgröße relevant sein. Entscheidend sei die Vergleichbarkeit hinsichtlich Beschaffung, Produktion und Absatz, wobei man eine hundertprozentige Vergleichbarkeit ohnehin nie erreichen werde und die Gefahr bestehe, dass die Peer Group zu klein wird, wenn man zu viele Unternehmen aussondert (Bl. 802 d.A.). Wenn man sehr große Unternehmen ihrer Größe wegen eliminiere, erhalte man tendenziell höhere Betafaktoren, weil die höhere Diversifizierung typischerweise zu einer geringeren Ergebnisvolatilität führe (Bl. 803 d.A.). Diese aus Sicht der Kammer überzeugenden Erwägungen werden im vorliegenden Fall auch durch die in der obigen Tabelle angegebenen Betafaktoren der Peer Group-Unternehmen bestätigt: Würde man beispielsweise die Siemens AG aus der Vergleichsgruppe eliminieren, erhielte man einen höheren durchschnittlichen Betafaktor. Immerhin bietet der Siemens-Konzern jedoch im Bereich der Industriautomation ein Portfolio von Hardware- und Software-Produkten an, und Wirtschaftsprüferin hat bei der Anhörung darauf hingewiesen, dass die Jetter AG sogar einen Kunden an Siemens verloren habe (vgl. BewGA Seite 45; Bl. 803 d.A.). Somit sind Siemens und die Jetter AG auf diesem Gebiet als Wettbewerber tätig, was für die Einbeziehung der Siemens AG in die Peer Group spricht.

Die Kammer kann nachvollziehen, dass es im vorliegenden Fall besonders schwierig war, überhaupt geeignete Vergleichsunternehmen zu finden, denn viele Wettbewerber der Jetter AG (vgl. BewGA Seite 12, 14) sind nicht börsennotiert, konnten also nicht zur Ermittlung von Betafaktoren herangezogen werden (Bl. 802 d.A.). Auch aus dem Vortrag der Antragsteller ergibt sich nicht, dass es eine hinreichende Zahl börsennotierter Unternehmen gäbe, die derselben Branche wie die Jetter AG angehören, die aber für einen Vergleich besser geeignet wären als die von der Bewertungsgutachterin herangezogene und von der sachverständigen Prüferin gebilligte Peer Group. Dabei erscheint die Zuordnung des Tätigkeitsfeldes der Jetter-Gruppe schon innerhalb der Automationsbranche („Industriautomation“, „Prozessautomation“) schwierig, wie die Ausführungen im Bewertungsgutachten (BewGA Seite 12) zeigen. Zu berücksichtigen gilt es auch, dass die Jetter-Gruppe ganz unterschiedliche Unternehmen des produzierenden Gewerbes aus verschiedenen Branchen beliefert (auch dazu BewGA Seite 12).

Schließlich mussten auch bei den überprüften potentiellen Vergleichsunternehmen, die börsennotiert sind, diejenigen ausgesondert werden, bei denen Vorbedingungen für die Ermittlung von Betafaktoren wie etwa liquider Aktienhandel nicht erfüllt waren.

Nach alledem ist der von der sachverständigen Prüferin für „gut begründet“ und „angemessen“ befundene unverschuldete, anhand der Peer Group abgeleitete Betafaktor von

1,12 (PB Seite 78) nicht zu beanstanden. Soweit die Antragsteller Ziff. 1 und 2 verlangen, dass die „verschwundenen Jahresergebnisse“ und die „Einlagenrückgewähr“ (der Jetter AG) beim „Unlevern“ einer „ganz besonderen Beurteilung unterfallen müssen“ (Bl. 14 d.A.), ist ihr Begehren nicht nachvollziehbar. Denn beim „Unlevered Beta“ geht es um die Bereinigung des individuellen Verschuldungsgrades bei den Peer Group-Unternehmen. Bei diesem Rechenschritt ist die Verschuldung der Jetter AG irrelevant. Beim „Relevern“ bezogen auf die Jetter AG wurde das Verhältnis „Marktwert des Eigenkapital / Marktwert des Fremdkapitals“ berücksichtigt, wie bereits aus dem Bewertungsgutachten (Abbildung 22, BewGA Seite 48) ersichtlich und von Wirtschaftsprüferin Brandenstein bei der Anhörung bestätigt (Bl. 803 f. d.A.). Auf Tabelle 22 des Bewertungsgutachtens wird Bezug genommen. Es ist nachvollziehbar, dass die hohe Ausschüttung an die Anteilseigner insbesondere im Planjahr 2016 zu einer vorübergehenden Erhöhung des Verschuldungsgrades und deshalb auch zu einem höheren „Beta relevered“ ab 2017 führte.

Der Ansatz eines gegenüber Mai 2015 höheren Basiszinssatzes von gerundet 1,25% führt für die Planjahre ab 2016 zu einem im Vergleich zur im Bewertungsgutachten abgedruckten Tabelle geringeren Marktwert des Eigenkapitals zum Beginn des jeweiligen Jahres. Das wiederum führt zu einer geringfügigen Erhöhung des Verschuldungsgrades gegenüber den im Bewertungsgutachten zugrunde gelegten Werte. Wie die nachfolgende, von der sachverständigen Prüferin zur Verfügung gestellte Tabelle zeigt, wirkt sich das jedoch auf das „Beta relevered“ nur in Form marginaler Änderungen aus:

	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 TV
Basiszins vor pers. Ertragsteuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Abgeltungssteuer inkl. Solidaritätszuschlag	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Basiszins nach persönlichen Ertragsteuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Unlevered beta (Assets + Cash)	0,97	0,89	1,09	1,09	1,09	1,09
Marktrisikoprämie nach Steuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Marktwert Fremdkapital zum 01.01.	7.768	7.896	7.793	7.419	7.045	6.767
Marktwert EK zum 01.01.	29.114	31.317	24.586	24.971	25.856	26.737
Verschuldungsgrad	27%	25%	32%	30%	27%	25%
Beta relevered	1,21	1,1	1,41	1,39	1,36	1,34
Wachstumsabschlag						-1,25%

Die geplanten (zugunsten der abzufindenden Aktionäre frühzeitigen) Ausschüttungen wirkten sich Wirtschaftsprüfer Wagner zufolge – auch unter Berücksichtigung der Auswirkungen beim Betafaktor – insgesamt unternehmenswertmaximierend aus (Bl. 804 d.A.).

6. Wachstumsabschlag

Der Wertbeitrag der unternehmerischen Zahlungsüberschüsse, die zeitlich nach der Detailplanungsphase anfallen, wird im Rahmen der Bewertung nach dem Tax-CAPM vereinfachend über den Barwert einer „ewigen Rente“ erfasst. Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlags ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles (vgl. LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 159, juris).

Zahlreiche Antragsteller halten den im vorliegenden Fall für den Bereich der „ewigen Rente“ zugrunde gelegten Wachstumsabschlag von 1,25% für zu gering (u.a. die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 – Bl. 47 d.A.). Bemerkenswert ist, dass einige Antragsteller – unzutreffend – davon ausgehen, es sei sogar nur ein Wachstumsabschlag von 1,0% angesetzt worden (so etwa Antragsteller Ziff. 12 – Bl. 112 d.A.; Ziff. 14 – Bl. 141 d.A.).

Im Ausgangspunkt ist selbst ein Wachstumsabschlag unterhalb der langfristig zu erwartenden Inflationsrate nicht generell zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, Rn. 155, juris; Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdbGesR a.a.O. § 34 Rn. 150). Eine Wachstumsrate in Höhe der Inflationsrate ist eher die Ausnahme und nicht die Regel (Wollny, a.a.O. Seite 666).

Der Wachstumsabschlag dient insbesondere dazu, im Falle einer Nominalplanung die durch die Inflation bedingten Steigerungen der Nettozuflüsse zugunsten der Anteilseigner in der Phase der „ewigen Rente“ abzubilden. Das bedeutet jedoch nicht, dass der Wachstumsabschlag notwendig der erwarteten Inflationsrate entsprechen müsste. Stattdessen richtet sich der Wachstumsabschlag danach, ob das Unternehmen nachhaltig in der Lage sein wird, die in seinem Fall erwarteten, nicht notwendig mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite (z.B. Materialkosten und Personalkosten) durch entsprechende eigene Preissteigerungen an seine Kunden weiter zu geben. Trifft dies zu oder kann das Unternehmen sogar die Kostensteigerungen übertreffende Preiserhöhungen durchsetzen, ist der Wachstumsabschlag in Höhe der nachhaltig erwarteten Kostensteigerungen oder sogar darüber anzusetzen. Ist das Unternehmen nicht oder nicht vollständig in der Lage, nachhaltig erwartete Kostensteigerungen durch Preiserhö-

hungen auf seine Kunden abzuwälzen, ist der Wachstumsabschlag unterhalb der nachhaltig erwarteten Kostensteigerungen zu verorten. Entscheidend für die Festlegung des Wachstumsabschlags ist nicht die Prognose für den Detailplanungszeitraum, sondern für die Phase der „ewigen Rente“ (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, a.a.O. Seite 659 ff.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Rn. 189 ff., 192). Ein Wachstumsabschlag ist insbesondere dann nicht zu beanstanden, wenn er entsprechend sachlich begründet ist und/oder innerhalb der in der Bewertungspraxis üblicherweise angesetzten Bandbreite liegt (zu Letzterem vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, MünchHdBGesR a.a.O. § 34 Rn. 152).

Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene und von der sachverständigen Prüferin nicht beanstandete Schätzung einer unternehmensspezifischen Wachstumsrate von 1,25% ist im Rahmen des § 287 Abs. 2 ZPO nicht zu beanstanden. Insbesondere ergeben sich aus dem Bewertungsgutachten und den Ausführungen der sachverständigen Prüferin Sachargumente für diese Festlegung: Die Bewertungsgutachterin hat zunächst die damalige Erwartung zur gesamtwirtschaftlichen Inflationsrate dargestellt (0,4% bis 1,7% p.a. bezogen auf die Planperioden 2015 bis 2017; 1,9% bzw. 2,0% mittelfristig), jedoch zugleich darauf hingewiesen, dass sich der Erzeugerpreisindex Maschinenbau in den letzten Jahren im Vergleich zum Verbraucherpreisindex unterdurchschnittlich entwickelt habe und je nach Betrachtungszeitraum zwischen 1,2% und 1,7% p.a. liege. Der Trend zu „Smart Automation“ und zu erwartende Produktivitätssteigerungen ließen eine im Vergleich zur gesamtwirtschaftlichen Preissteigerungsrate geringere unternehmensspezifische Inflationsrate erwarten. Sie gehe von der grundsätzlichen Überwältzbarkeit von Preissteigerungen aus, allerdings angesichts des hohen Sättigungsgrades und vorhandener Überkapazitäten im Bereich der Hohlglasindustrie von einer zunehmenden Herausforderung für die Jetter AG. Vor diesem Hintergrund halte sie einen Wachstumsabschlag von 1,25% für angemessen (BewGA Seite 47). Das entspricht der für die „ewige Rente“ angesetzten Wachstumsrate von 1,25% beim Umsatz (BewGA Seite 37). Unter Berücksichtigung thesaurierungsbedingter Wertsteigerungen, welche den Anteilseignern direkt zugerechnet würden, ergebe sich eine nachhaltige Gesamtwachstumsrate von etwa 5,8% p.a. (BewGA Seite 47 f.).

Berücksichtigt man das thesaurierungsbedingte Wachstum, so wird deutlich, dass der hier einkalkulierte Wachstumsabschlag, obwohl er unterhalb der mittelfristig zu erwartenden Inflationsrate liegen dürfte, keineswegs zum „realen Schrumpfen“ oder gar zum „Exitus“ des Unternehmens führen wird, was jedoch einige Antragsteller annehmen.

Die sachverständige Prüferin hat den angesetzten Wachstumsabschlag als angemessen bezeichnet und führt in ihrem Prüfungsbericht weitere Argumente an, etwa empirische Untersuchungen, aus denen sich im Durchschnitt ein thesaurierungsbedingtes zukünftiges Wachstum von rund 1,0% ableiten lasse (PB Seite 80 f.).

Zudem ergibt sich aus den Ausführungen im Prüfungsbericht, dass der angesetzte Wachstumsabschlag von 1,25% innerhalb der in der Bewertungspraxis häufig angesetzten Bandbreite von 0% bis 2,0% liegt (PB Seite 81).

Die Höhe des zugrunde gelegten Wachstumsabschlags erscheint daher angemessen.

7. Gesamtergebnis

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

IV. Ableitung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens

Anhand der vorstehend erörterten Parameter lässt sich folgender Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens errechnen:

in TEUR bzw. %	2015 Plan	2016 Plan	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	2020 TV
Nettomittelzufluss an Anteilseigner	0	8.914	1.742	1.249	1.294	1.887
Diskontierungszins	7,60%	7,00%	8,70%	8,50%	8,40%	7,10%
Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens	29.114	31.117	24.505	21.374	20.559	26.933

V. Bewertung von Sonderwerten und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Einige Antragsteller vertreten die Auffassung, der gesamte Barmittelbestand der Jetter AG müsse angesichts deren Integration in das „Cash-Pooling-System“ des Bucher Industries-Konzerns seit April 2014 als nicht betriebsnotwendige Liquidität und damit als wert erhöhender Sonderwert eingestuft werden (so die Antragsteller Ziff. 3 bis 6 – Bl. 49 d.A.).

Diesem Ansatz kann nicht gefolgt werden. Bereits aus der Höhe der geplanten zahlungswirksamen Aufwendungen ergibt sich, dass eine gewisse Mindestliquidität dauerhaft vor gehalten werden muss. Eine Finanzierung mithilfe von Fremdkapital oder mithilfe des „Cash-Pooling-Systems“ wäre, wie von Wirtschaftsprüferin bei der Anhörung überzeugend dargelegt, mit zusätzlichen Zinsaufwendungen verbunden gewesen

(Bl. 800 d.A.), die die Ergebnisse belasten würden. Zu berücksichtigen ist auch, dass die Bewertungsgutachterin im Rahmen der Ausschüttungsplanung ohnehin nur von einer vorzuhaltenden Liquidität von 1 Mio. EUR ausgegangen ist, wohingegen der sachverständigen Prüferin ein Strategiepapier vorgelegen hat, in dem von einer vorzuhaltenden Liquidität von 2 Mio. EUR die Rede war. Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung – für die Kammer plausibel – erklärt, er halte die als betriebsnotwendig angesehene Liquidität von mindestens 1 Mio. EUR hinsichtlich eines Umsatzvolumens in einer Größenordnung von rund 50 Mio. EUR und Aufwendungen von rund 45 Mio. EUR (entsprechend rund 3,75 Mio. EUR im Monatsdurchschnitt) wegen der Gefahr stockender Umsatzerlöse für „sehr gering“ (Bl. 800 d.A.).

Soweit die Bewertungsgutachterin die überschießende Liquidität als nicht betriebsnotwendig eingestuft hat, wurde dies – worauf die sachverständige Prüferin bereits im Prüfungsbericht hingewiesen hat (PB Seite 82) – bei der Ausschüttungsplanung berücksichtigt. Eine Doppelberücksichtigung wäre nicht angemessen. Ein Sonderwert konnte daher nicht angesetzt werden.

VI. Berechnung des anteiligen Unternehmenswerts

Unter Berücksichtigung eines zum Bewertungsstichtag (10. Juli 2015) maßgeblichen gerundeten Basiszinssatzes von 1,25% ergibt sich – abweichend vom Bewertungsgutachten (Stand 22. Mai 2015) – ein nach dem Ertragswertverfahren errechneter Unternehmenswert von 30.247 TEUR. Der anteilige Wert pro Aktie beträgt bei 3.241.061 Stückaktien gerundet **9,33 EUR**. Die den ausgeschiedenen Minderheitsaktionären tatsächlich bezahlte Abfindung von **9,58 EUR** übersteigt den anteiligen nach dem Ertragswertverfahren errechneten Unternehmenswert.

VII. Börsenkurs

Die Antragsteller Ziff. 12, 13, 14 und 42 kritisieren die vermeintliche Nichtberücksichtigung des Börsenkurses als Untergrenze der Abfindung (Bl. 104, 119, 125, 133, 417 d.A.).

1. Kapitalmarktorientierte Bewertung

Manche Gerichte sind der Auffassung, dass die marktorientierte Bewertung eines börsennotierten Unternehmens anhand von Börsenkursen nicht ausreiche, weil der Börsenkurs

„stets nur als Mindestwert einer angemessenen Barabfindung anzusehen“ sei und gegebenenfalls ein höherer, nach dem Ertragswertverfahren berechneter Wert als Abfindung zugesprochen werden müsse (LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, juris Rn. 189 – in einem Fall, in dem das Gericht den Börsenkurs offenbar für aussagekräftig hielt, vgl. Rn. 183 ff.).

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

In der Entscheidung zum Verfahren 31 O 136/15 KfH SpruchG ist die Kammer auch auf die Vorzüge der kapitalmarktorientierten Bewertungsmethode eingegangen. Die Entscheidung beruht letztlich auf der Anwendung dieser Methode im konkreten Fall.

2. Keine Anwendbarkeit im vorliegenden Fall

Die kapitalmarktorientierte Bewertungsmethode könnte im vorliegenden Verfahren nur dann zum Tragen kommen, wenn aussagekräftige Börsenkurse existieren würden. Das ist vorliegend jedoch nicht der Fall.

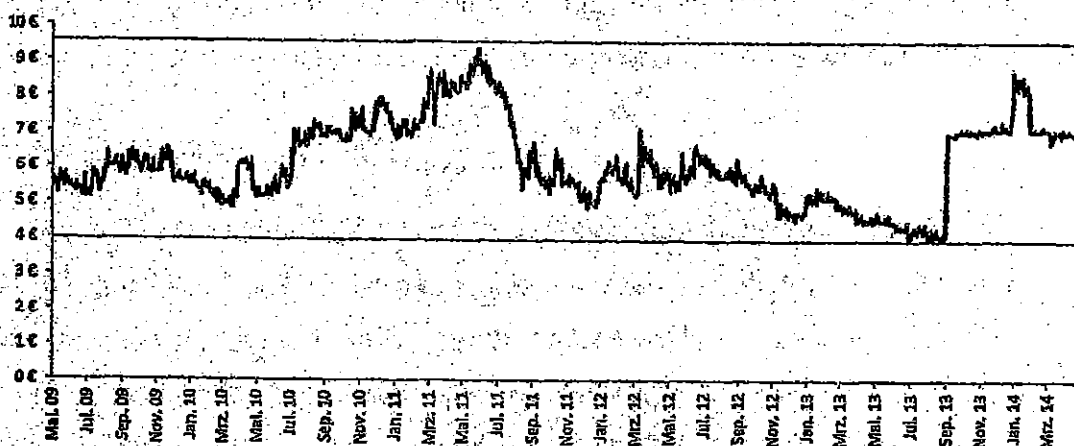
Die vorgenannten Antragsteller übersehen bei der von ihnen „standardisiert“ erhobenen Rüge – einer Rüge also, die sie auch in anderen beim Landgericht anhängig gewesenen Verfahren erhoben haben –, dass ein Börsenhandel mit Jetter-Aktien weder am Bewertungsstichtag noch innerhalb des dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der beabsichtigten Herbeiführung des Übertragungsbeschlusses (vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229 ff., „Stollwerck“, Rn. 21, 22) stattgefunden hat. Wie bereits erwähnt, wurde die Jetter-Aktie wegen des bereits 2014 erfolgten „Delistings“ schon seit 01. Mai 2014 nicht mehr an der Börse gehandelt.

Endete der Börsenhandel infolge eines „Delistings“ wie hier über ein Jahr vor dem Bewertungsstichtag für einen „Squeeze Out“, so kann grundsätzlich nicht mehr davon ausgegangen werden, dass die an der Börse zustande gekommenen Preise noch eine Relevanz für den im Spruchverfahren zu ermittelnden bzw. zu überprüfenden Verkehrswert der Aktie zum Bewertungsstichtag haben. Insbesondere stellen in diesem Fall die letzten an der Börse zustande gekommenen Kurse bzw. der Durchschnittskurs in den drei Monaten bis zum „Delisting“ keine Untergrenze der wegen des „Squeeze Out“ zu gewährenden Abfindung dar.

Im vorliegenden Fall kann deshalb dahingestellt bleiben, ob der im Zusammenhang mit dem unternehmenseigenen Betafaktor bereits erwähnte, vergleichsweise hohe Bid-Ask-Spread und die geringe Handelsliquidität vor der Veröffentlichung des Übernahmeangebots im Jahr 2013 der Heranziehung von Börsenkursen aus dieser Zeit entgegenstehen.

3. Plausibilisierung des Ertragswerts

Die letzte Börsennotiz mit 7,049 EUR/Aktie (Übertragungsbericht Seite 5; 6) lag deutlich unter der anlässlich des Übertragungsbeschlusses angebotenen Abfindung von 9,58 EUR/Aktie. Betrachtet man die Kurse für die Jetter-Aktie über einen längeren Zeitraum bis zum „Delisting“, so ergibt sich eine Schwankung zwischen etwas weniger als 4,00 EUR und etwa 9,50 EUR (Grafik vgl. BewGA Seite 9, ergänzt um vom Gericht eingefügte Linien bei etwa 9,50 EUR und etwas weniger als 4,00 EUR):



Quelle:

Die Grafik zeigt, dass es bei der Jetter-Aktie verglichen mit dem Preis beim Börsengang von 25,00 EUR pro Aktie zu einem Kursverfall kam und dass sie zwischen Mai 2009 und dem „Delisting“ Ende April 2014 ihren Höchststand bei etwa 9,50 EUR hatte. Nach einem

weiteren Kursverfall auf ein Niveau von etwa 4,00 EUR stieg die Aktie in den letzten Monaten des Jahres 2013 dann wieder auf ein Niveau von etwa 7,00 EUR. Das entsprach dem von Bucher beim Übernahmeangebot 2013 angebotenen Preis, der bereits einen Aufschlag von etwa 75% auf das vorherige Börsenkursniveau bedeutete. Offensichtlich war das Kursniveau auch noch in der Folgezeit, nach Ablauf der Annahmefrist am 31. Oktober 2013, vor allem durch den Angebotspreis beeinflusst.

Der anlässlich des „Squeeze Out“ angebotene Abfindungsbetrag von 9,58 EUR pro Aktie entspricht einem weiteren Aufschlag auf den Angebotspreis des abgelaufenen Übernahmeangebots von rund 36,9% und einem Gesamtaufschlag auf das Kursniveau vor dem Übernahmeangebot von rund 140%.

Die Kammer sieht es als unwahrscheinlich an, dass die Minderheitsaktionäre angesichts der tatsächlichen, von den Wirtschaftsprüfern bei der Vergangenheitsanalyse berücksichtigten Unternehmensentwicklung und der seit Jahren ausbleibenden Dividendenausüttung im Falle einer „freien Deinvestitionsentscheidung“ zum 10. Juli 2015 an der Börse einen Kurs (auch nur) in der Größenordnung von 9,58 EUR pro Aktie hätten erzielen können, wenn man einmal fiktiv eine freie, nicht durch Übernahmeangebot und „Squeeze Out“ geprägte Entwicklung des Börsenkurses unterstellt und desweiteren das „Delisting“ hinwegdenkt. Das spricht für die Angemessenheit der angebotenen Abfindung.

VIII. Sonstige Erwägungen

1. Abgleich mit dem Ergebnis des Impairment-Tests von Bucher?

Der von den Antragstellern Ziff. 1 und 2 (Bl. 9 d.A.) geforderte Abgleich mit der von Bucher Industries AG zum 31. Dezember 2014 durchgeführten Anteilsbewertung anlässlich des Impairment-Tests ist weder erforderlich noch zielführend. Auf die Ausführungen unter II. 4. b wird Bezug genommen.

2. Irrelevanz von Investitionsschutzabkommen

Einige Antragsteller behaupten, die Abfindung verstoße gegen die von der Bundesrepublik mit zahlreichen Staaten abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 7 – Bl. 69 d.A.).

Der Grundgedanke derartiger Abkommen, dass dem Investor bei Enteignung oder Verstaatlichung eine den Marktwert zu leistende Entschädigung zu leisten sei, und dass bei der Wertbestimmung die Verhältnisse zum Zeitpunkt der öffentlichen Bekanntmachung

maßgeblich seien, ist auf Spruchverfahren schon deshalb nicht übertragbar, weil es sich bei den einschlägigen Maßnahmen nicht um den Fall einer staatlichen Enteignung handelt und weder die den Squeeze-Out beschließende Hauptversammlung noch die betroffene Gesellschaft oder die Hauptaktionärin Adressaten der genannten Abkommen sind (vgl. LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 201, juris m.w.N.).

3. Plausibilisierung anhand von Multiplikatorverfahren?

Die Bewertungsgutachterin hat - für die von ihr bei der Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors herangezogenen sieben Unternehmen der Peer Group, deren Vergleichbarkeit sie allerdings selbst infrage gestellt hat – Börsenmultiplikatoren in Gestalt von EBIT-Multiples 2015 bis 2017 und KGV-Multiples 2015 bis 2017 ermittelt (BewGA Seite 50):

Unterprise Value	Börsen- kapitalisierung	EBIT Multiple 2015	EBIT Multiple 2016	EBIT Multiple 2017	KGV Multiple 2015	KGV Multiple 2016	KGV Multiple 2017
lokale Währungen; jeweils in Mio.							
Spectris PLC	2.700,3	2.555,2	13,0x	12,2x	11,7x	16,2x	15,0x
Siemens AG	116.336,9	85.388,9	14,7x	14,2x	13,5x	16,2x	13,5x
JOP DAS Co Ltd.	1.893,3	1.806,6	n.a.	n.a.	n.a.	16,2x	n.a.
Rockwell Automation	16.892,5	16.063,7	13,1x	12,2x	11,5x	18,1x	16,9x
Emerson	44.486,4	40.310,4	11,8x	11,0x	10,6x	15,9x	15,3x
ABB	63.660,4	47.837,4	13,0x	11,6x	10,9x	17,9x	15,6x
Schneider Electric	47.521,2	38.087,7	13,4x	12,8x	11,7x	16,1x	14,5x
Peer Group			13,08	12,25	11,63	16,00	14,67
Obere Quartile Peer Group			13,0x	12,9x	11,7x	17,0x	15,9x

Quelle:)

Ausgehend vom arithmetischen Mittel der oben für sechs der Unternehmen angegebenen EBIT-Multiples 2015, das gerundet 13,08 beträgt, ergäbe sich bei einem geplanten EBIT 2015 der Jetter AG von 3.401 Mio. EUR ein Unternehmenswert von rund 44.485,1 TEUR. Bezogen auf die angegebenen EBIT-Multiples 2016 (arithmetisches Mittel bei 12,25) ergäbe sich bei einem geplanten EBIT 2016 der Jetter AG von 3.386 Mio. EUR ein Unternehmenswert von 41.478,5 TEUR. Ausgehend von den angegebenen EBIT-Multiples 2017 (arithmetisches Mittel bei 11,63) käme man bei einem geplanten EBIT 2017 der Jetter AG von 3.550 Mio. EUR zu einem Wert von rund 41.298 TEUR (zu den Planzahlen für 2015 bis 2017 vgl. BewGA Seite 32). Tatsächlich hat die Bewertungsgutachterin jedoch einen Barwert zum Bewertungsstichtag 10. Juli 2015 von nur 31.062 TEUR errechnet (BewGA Seite 48), dessen Angemessenheit die sachverständige Prüferin bestätigt hat (PB Seite 88).

Selbst bei Vornahme der im Prüfungsbericht erwähnten Modifikationen des EBIT (Korrektur um die Aktivierung von Entwicklungsaufwendungen, Erhöhung um den Zinsaufwand

der Jetter-Gruppe auf Pensionsrückstellungen) ergäbe sich – so die sachverständige Prüferin – auf Basis der EBIT-Multiplikatoren noch eine Bandbreite zwischen 37,3 Mio. EUR und 40,7 Mio. EUR (PB Seite 85). Sowohl der von der Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten vom Mai 2015 errechnete und von der sachverständigen Prüferin damals als angemessen bestätigte Unternehmenswert von rund 31,1 Mio. EUR als auch der sich nach Anpassung des Basiszinssatzes ergebende, nach der Ertragswertmethode errechnete Unternehmenswert von rund 30,2 Mio. EUR liegen deutlich unterhalb dieser Bandbreite.

Dementsprechend kritisieren einige Antragsteller (u.a. der Antragsteller Ziff. 15 – Bl. 151 d.A.; Ziff. 22 – Bl. 225 d.A.; Ziff. 39 – Bl. 389 d.A.), dass der von der Bewertungsgutachterin ermittelte Unternehmenswert von rund 31,1 Mio. EUR durch keine einzige nach Maßgabe von Multiplikatoren ermittelte Wertbandbreite habe plausibilisiert werden können und dass die Bewertung auf der Basis von Multiplikatoren eine deutliche Unterbewertung zeige.

In der Tat erscheint das Ergebnis des von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen und offengelegten Multiplikatorenverfahrens das Ergebnis des Ertragswertverfahrens in Frage zu stellen. Wirtschaftsprüfer hat jedoch bei der Anhörung einige Gesichtspunkte genannt, die diese scheinbare Diskrepanz relativieren. Unter anderem hat er darauf hingewiesen, dass die höhere Bewertung der Peer Group-Unternehmen am Kapitalmarkt eine potentiell von Über- oder Untertreibungen geprägte Momentaufnahme sei und „wahrscheinlich Ausdruck einer höheren Ergebnisqualität“ in Bezug auf die (bei der Jetter AG bis zum Bewertungsstichtag nicht gegebene) Kontinuität der Ergebnisse und die Marge. Zudem seien ausreichende Ergebnisschätzungen der Peer Group-Unternehmen am Bewertungsstichtag nur bis 2017 verfügbar gewesen, der bei der Jetter AG für 2018 geplante EBIT-Sprung sei bei den Vergleichsunternehmen daher nicht reflektiert (Bl. 804 d.A.). Hinzu kommt, dass die Unternehmen der Peer Group zu einem anderen, nur auf einen Teilaspekt der Bewertung bezogenen Zweck herangezogen wurden: Bei den Befaktoren ging es um die Einschätzung, inwieweit die Aktie im Vergleich zum Markt schwankt. Dass nicht nur diese Schwankungsintensität vergleichbar ist, sondern darüber hinaus auch noch die sich am Kapitalmarkt für die herangezogenen Unternehmen der Peer Group ergebenden Multiplikatoren im Durchschnitt identisch sind mit denjenigen, die für das zu bewertende Unternehmen angemessen wären, war und ist kein entscheidendes Kriterium bei der Auswahl der Peer Group-Unternehmen zur Bestimmung von Befaktoren. Im Übrigen geht die Kammer davon aus, dass das Ertragswertverfahren – bei allen Schwierigkeiten der Unternehmensbewertung – wesentlich fundiertere Erkenntnisse

liefern kann als das Multiplikatorenverfahren. Die Kammer schließt sich den Ausführungen von Wirtschaftsprüfer an, der bei der Anhörung erklärt hat, das Multiplikatorenverfahren sei nicht geeignet, die Ergebnisse des hier durchgeführten Bewertungsverfahrens in Frage zu stellen (Bl. 805 d.A.).

IX. Ergebnis für die Angemessenheit der Abfindung

Die Kammer hat sich umfassend mit sämtlichen Einwendungen der Antragsteller auseinandergesetzt, auch wenn im Interesse einer Straffung der Darstellung im vorliegenden Beschluss nicht auf sämtliche Kritikpunkte eingegangen werden konnte.

Zur Überzeugung der Kammer steht fest, dass zum Bewertungsstichtag 10. Juli 2015 ein Wert pro Jetter-Aktie von 9,33 EUR angemessen gewesen wäre. Die tatsächlich angebotene, höhere Abfindung von 9,58 EUR ist daher erst Recht angemessen. Die Anträge der Antragsteller, durch Entscheidung des Gerichts im Spruchverfahren eine noch höhere Abfindung zuzusprechen, haben daher keinen Erfolg.

D. Verfahrensanträge, Nebenentscheidungen

I. Verfahrensanträge

Soweit einige Antragsteller die Anordnung einer Vorlage weiterer Unterlagen (wie etwa von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer aus Bewertungsarbeiten) gefordert haben, setzt eine solche Anordnung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG die hier nicht gegebene Entscheidungserheblichkeit der entsprechenden Unterlagen voraus.

Ein Sachverständigengutachten ist auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes im Spruchverfahren nur bei Bedarf einzuholen. In § 8 Abs. 2 SpruchG kommt die zentrale Rolle zum Ausdruck, die der Gesetzgeber dem sachverständigen Prüfer und dessen hier durchgeführter Anhörung verleiht (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, juris; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 02. Oktober 2017 – 9 W 3/14 –, Rn. 19, juris). Der Rechtsstreit ist entscheidungsreif, ohne dass es der Heranziehung eines (weiteren) Sachverständigen bedurfte.

Im Übrigen ist die Kammer auf einzelne Verfahrensanträge zur Einholung von Sachverständigengutachten zu bestimmten Bewertungsaspekten bereits weiter oben eingegangen.

II. Kostenentscheidung, Geschäftswertfestsetzung, Beschwerdemöglichkeit

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

§ 23 Nr. 14 GNotKG geht im Grundsatz davon aus, dass im Spruchverfahren die Antragsgegnerin Schuldnerin der Gerichtskosten ist. Diese können nach § 15 Abs. 1 SpruchG ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Bloßes Unterliegen genügt, anders als bei § 91 ZPO, nicht, um unter Billigkeitgesichtspunkten eine Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der Gerichtskosten und der Kosten der Antragsgegnerin zu begründen. Die Gerichtskosten können den Antragstellern in Spruchverfahren unter Billigkeitserwägungen bei offensichtlicher Unzulässigkeit oder Unbegründetheit oder bei Rechtsmissbräuchlichkeit auferlegt werden (vgl. BGH, Beschluss vom 13. Dezember 2011 – II ZB 12/11 Rn. 22 ff.: offensichtliche Unzulässigkeit bejaht bei unzureichender, den Mindestanforderungen nicht genügender Antragsbegründung; Koch, in Hüffer/Koch, AktG 13. Aufl. 2018, § 15 SpruchG Rn. 4; Hörtnagl, in Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG/UmwStG Kommentar 8. Aufl. 2018, § 15 Rn. 13 m.w.N.). Die Anträge der Antragsteller Ziff. 12, 13 und 14, die eine unzutreffende Antragsgegnerin genannt haben und dies trotz gerichtlicher Nachfrage nicht korrigiert haben, sind offensichtlich unzulässig. Da die Gesamtzahl der von allen Antragstellern bis zur Übertragung gehaltenen Aktien nicht bekannt ist und der Anteil der von den Antragstellern Ziff. 12, 13 und 14 gehaltenen Aktien daher nicht bestimmt werden kann, kann nur eine an der Gesamtzahl der Antragsteller orientierte Kostenquote bestimmt werden.

Bezogen auf den im Innenverhältnis von den Antragstellern Ziff. 12, 13 und 14 zu tragenden Anteil der Gerichtskosten haftet auch die Antragsgegnerin als Gesamtschuldnerin. Das ergibt sich aus §§ 23 Nr. 14, 32 GNotKG (Wilsch, in Korintenberg, Gerichts- und Notarkostengesetz, 20. Aufl. 2017, § 23 Rn. 13).

Gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG in der seit 2013 geltenden Fassung kann das Gericht anordnen, dass der Antragsgegner des Spruchverfahrens die notwendigen Kosten der Antragsteller trägt, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Werden wie hier die Anträge der Antragsteller zurückgewiesen, so ist kein Raum für die Anwendung der Norm (Drescher, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 15 SpruchG Rn. 24).

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

2. Geschäftswert für die Gerichtsgebühren

Der Geschäftswert für die Gerichtsgebühren ist von Amts wegen durch Beschluss festzusetzen (§ 79 Abs. 1 GNotKG). Die Kammer hat sich vorliegend am Mindestwert gemäß § 74 GNotKG orientiert.

3. Nichtzulassung der Beschwerde

Nach § 12 Abs. 1 Satz 1 SpruchG findet gegen die vorliegende Entscheidung die Beschwerde statt. Spruchverfahren sind vermögensrechtliche Streitigkeiten i.S.d. § 61 FamFG, der gemäß § 17 SpruchG insoweit Anwendung findet. Weil das SpruchG selbst keine Regelung über die Beschwer enthält, gilt grundsätzlich § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, wonach der Wert des Beschwerdegegenstandes 600 EUR übersteigen muss (LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13 –, Rn. 79, juris). Gründe für eine vom Wert der Beschwer unabhängige Zulassung der Beschwerde gegen die vorliegende Entscheidung (d.h. auch bei einer individuellen Beschwer von unter oder bis 600 EUR) im Sinne von § 61 Abs. 2, Abs. 3 Satz 1 FamFG liegen hier nicht vor. Das Verfahren hat keine über den entschiedenen Einzelfall hinausgehende grundsätzliche Bedeutung und betrifft auch keine Rechtsfragen, bei denen die Fortbildung des Rechts eine Entscheidung des Beschwerdegerichts erfordern würde.

Rechtsbehelfsbelehrung

Gegen Ziff. 1 bis 3 dieses Beschlusses kann das Rechtsmittel der Beschwerde (§ 12 Abs. 1 SpruchG, §§ 63 ff. FamFG) eingelegt werden. Die Beschwerde muss binnen einer Frist von einem Monat eingelegt werden. Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses an die Beteiligten. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart, einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch eine Beschwerdeschrift eingelegt werden, die durch einen Rechtsanwalt unterzeichnet sein muss. Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird. Eine Begründung soll vorgelegt werden. Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 600,00 € übersteigt.

Gegen die Festsetzung des Geschäftswerts findet die Beschwerde statt, wenn der Wert des Beschwerdegegenstands 200,00 € übersteigt oder wenn und soweit die Beschwerde in diesem Beschluss zugelassen wurde. Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn sie innerhalb einer Frist von sechs Monaten, nachdem die Entscheidung in der Hauptsache Rechtskraft erlangt oder das Verfahren sich anderweitig erledigt hat, eingelegt wird. Ist der Geschäftswert später als einen Monat vor Ablauf dieser Frist festgesetzt worden, kann sie noch innerhalb eines Monats nach Zustellung oder nach Bekanntmachung durch formlose Mitteilung des Festsetzungsbeschlusses eingelegt werden. Im Falle der formlosen Mitteilung gilt der Beschluss mit dem dritten Tage nach der Aufgabe zur Post als bekannt gemacht. Die Beschwerde ist bei dem Landgericht Stuttgart, Urbanstraße 20, 70182 Stuttgart einzulegen. Die Beschwerde kann zu Protokoll der Geschäftsstelle erklärt oder schriftlich eingereicht werden. Die Beschwerde kann auch vor der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts zu Protokoll erklärt werden; die Frist ist jedoch nur gewahrt, wenn das Protokoll rechtzeitig bei dem oben genannten Gericht eingeht. Die Mitwirkung eines Rechtsanwalts ist nicht vorgeschrieben. Im Übrigen gelten für die Bevollmächtigung die Regelungen der für das zugrunde liegende Verfahren geltenden Verfahrensordnung entsprechend.

Rechtsbehelfe können auch als elektronisches Dokument eingelegt werden. Eine Einlegung per E-Mail ist nicht zulässig. Wie sie bei Gericht elektronisch einreichen können, wird auf www.ejustice-bw.de beschrieben.

Vorsitzender Richter
am Landgericht

Handelsrichter

Handelsrichter



Beglaubigt

Stuttgart, den 16. Nov. 2018
Urteilsbeamtin der Geschäfts-
stelle des Landgerichts