

Landgericht München I

Az.: 5HK O 14093/09

verkündet am 21.11.2011

Urkundsbeamter der
Geschäftsstelle



In dem Spruchverfahren

1) ...
- Antragstellerin -

....

gegen

wegen Barabfindung

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichterin nach mündlicher Verhandlung vom 7.4.2011 am 21.11.2011 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 6,29 je Aktie werden zurückgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert des Verfahrens sowie der Wert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller beteiligten ehemaligen Aktionäre werden jeweils auf € 200.000,-- festgesetzt.

G r ü n d e :

A.

1. Am 16.7.2008 schloss die Antragsgegnerin mit der V... AG einen Gewinnabführungsvertrag, dem die Hauptversammlung dieser Gesellschaft am 28.8.2008 zustimmte und der am 26.1.2009 in das Handelsregister eingetragen wurde. Dieser Vertrag sah eine Abfindung in Höhe von € 6,25 sowie einen Ausgleich von € 0,44 brutto abzüglich Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag vor.

Die Hauptversammlung der V... AG, deren Grundkapital € 9.675.000,-- betrug und in 9.675.000 auf den Namen lautende Stückaktien mit einem auf die einzelne Aktie entfallenden anteiligen Betrag des Grundkapitals in Höhe von € 1,-- eingeteilt war, fasste am 12.2.2009 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre der V... AG gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 6,29 je auf den Namen lautende Stückaktie auf die Antragsgegnerin zu übertragen. Dieser Squeeze Out-Beschluss wurde am 13.7.2009 in das Handelsregister eingetragen und am 15.7.2009 bekannt gemacht.

Am 6.11.2008 war es zur Bekanntgabe der Absicht zur Durchführung des Squeeze Out an die Kapitalmärkte gekommen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht teilte mit Schreiben vom 19.11.2008 mit, der gewichtete Durchschnittspreis je Aktie betrage in den drei Monaten vor der Bekanntgabe € 6,29.

Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 12.2.2009 hatte die Antragsgegnerin die mit der Erstellung eines Bewertungsgutachtens beauftragt, das am 17.12.2008 angefertigt wurde (Anlage AG 2) und einen Unternehmenswert von € 42,125 Mio. ermittelte, was einem anteiligen Wert je Aktie der V... AG von € 4,35 entsprach. Die bestätigte als gerichtlich bestellte Abfindungsprüferin die von der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung in ihrem Prüfungsbericht vom 19.12.2008 (Anlage AG 3) als angemessen. Der zu Zwecken der Unternehmensbewertung angesetzte Kapitalisierungszinssatz setzte sich zusammen aus einem Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern, einem Risikozuschlag von 4,5 % sowie einem Wachstumsabschlag von 1 % in der Ewigen Rente, weshalb in der Planungsphase 1 ein Zinssatz von 7,63 % und in der Ewigen Rente von 6,63 % angesetzt wurde.

Die V... AG verfügte über nicht strategische Beteiligungsunternehmen. An der Grundstücksentwicklungsgesellschaft „A... S... GmbH“ hielt die V... AG Anteile mit einem Nennwert von € 23.500,--, mithin von 94 % des € 25.000,-- betragenden Stammkapitals dieser Gesellschaft. Der Aktienanteil an der J... f... & m... AG betrug 1.988.205 Stückaktien oder 67,61 % des Grundkapitals dieser Gesellschaft, deren Beteiligungswert für die V... AG mit € 2.633.000,-- festgesetzt wurde. Weiterhin hielt die V... AG 105.000 Aktien oder 8,82 % des Grundkapitals der E... S... AG, deren Wert mit dem durchschnittlichen Börsenkurs des Drei-Monats-Zeitraums vor dem 30.9.2008 mit € 2.274.000,-- angesetzt wurde. Im Dezember 2008 war die V... AG mit 49,06 % an der seit Januar 2008 börsennotierten F... GmbH & Co. KGaA beteiligt, deren Wert auf Basis des anteiligen Eigenkapitals in Höhe von € 911.000,-- einbezogen wurde. Im Dezember 2007 gründete die V... AG gemeinsam mit der Beteiligungsgruppe M... P... AG, S... G... die T... I... AG, S... G.... Der sich auf 44,8 % belaufende Anteil der V... AG an dieser Gesellschaft wurde mit dem Buchwert in Höhe von € 974.000,-- in die Bewertung eingestellt. Ein von der V... AG abgeschlossenes Zinssicherungsgeschäft wurde mit minus € 125.000,-- als Sonderwert ausgewiesen, weshalb sich der Gesamtbetrag der Sonderwerte auf insgesamt € 6.701.000,-- belief.

Hinzu kam der Ertragswert aus dem operativen Geschäft in Höhe von € 35,424 Mio., woraus sich ein Unternehmenswert der V... AG von insgesamt € 42,125 Mio. und ein Wert je Aktie von € 4,35 errechnete.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf den Übertragungsbericht der Antragsgegnerin vom 17.12.2008 (Anlage AG 2) und den Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung durch den Abfindungsprüfer vom 19.12.2008 (Anlage AG 3) Bezug genommen.

2. Mit ihren spätestens am 13.10.2009 bei Gericht eingegangenen Anträgen machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die festgesetzte Barabfindung stelle sich als unangemessen dar und müsse deshalb erhöht werden. Zur Begründung führen sie vor allem aus, der Ertragswert sei deutlich zu niedrig ermittelt worden, weil die Planung der V... AG ungeachtet der Finanz- und Wirtschaftskrise zu pessimistisch sei und nicht für alle Zeiten von gleichbleibend niedrigen Erträgen ausgegangen werden könne. Der Planungsrechnung für das Zinsergebnis fehle wegen der niedrigeren Zinserwartung und der kurzfristigen Anlagezeiträumen die Plausibilität, zumal beim Zinsergebnis von Normalität ausgegangen werden müsse. Ebenso sei die Annahme, das Zinsergebnis der Jahre 2005 bis 2007 werde nicht erreicht und bleibe auch in der Ewigen Rente signifikant unter den Ergebnissen von 2007 nicht plausibel. Der vollständige Rückzug aus dem Beteiligungsgeschäft stelle sich als nicht nachvollziehbare Entscheidung der Geschäftsführung dar. Beim Provisionsergebnis berücksichtige die Planung nicht hinreichend die führende Stellung im Bereich von Übernahme- und Pflichtangeboten nach dem WpÜG. Auch seien die Ansätze der Planung für Erträge aus der Vollbanklizenz angesichts des geringen Niveaus unrealistisch. Unzulässigerweise schreibe die Planung in der Ewigen Rente das schlechte Kapitalmarktumfeld fort. Zudem fehle eine hinreichende Berücksichtigung des zyklischen Verlaufs der Börsenentwicklung, weshalb auch die Dauer der Detailplanungsphase von drei Jahren bei einem durchschnittlichen Börsenzyklus von fünf Jahren unangemessen kurz sei. Die Planung beim Handelsergebnis stelle sich ebenfalls als zu pessimistisch dar, weil die zunehmende Verkürzung von Börsenzyklen dazu führe, dass Ergebnisse wie im Jahre 2005 wieder vorkämen. Auch sei in der Ewigen Rente das Handelsergebnis mit einem Rückgang auf € 1,05 angesichts des Durchschnitts der Jahre 2005 bis 2007 nicht plausibel und zu pessimistisch angesetzt. Die Planung des Verwaltungsaufwandes erfolge angesichts eines Einbruchs des Ergebnisses in allen Sparten während der Detailplanungsphase unrealistisch. In der Ewigen Rente müsse man insbesondere die Annahmen zum Bereich Designated Spon-

soring hinterfragen; auch komme es zu einer nicht sachgerechten Ableitung des Ergebnisses des letzten Jahres aus der Detailplanungsphase unter Berücksichtigung des Wachstumsabschlages. Auch bleibe unklar, wie die steuerlichen Verlustvorträge aus den negativen Planjahren in die Folgejahre eingeflossen seien. Unzutreffend erfolge auch die Annahme hinsichtlich der Thesaurierung.

Die Unangemessenheit der Barabfindung resultiere zudem aus einem zu hoch angesetzten Kapitalisierungszinssatz. Der Basiszinssatz von 4,25 % vor Steuern stelle sich als zu hoch dar, weil die Alternativanlage zum Stichtag ausschließlich zu dem aktuell niedrigeren Zinssatz habe erfolgen können; zudem bedeute der Rückgriff auf einen Zeitraum von September bis November 2008 einen Verstoß gegen das Stichtagsprinzip. Weiterhin stelle sich der festgesetzte Risikozuschlag von 4,5 % unter Ableitung aus dem (Tax-)CAPM als nicht sachgerecht dar. Dieses Modell sei gerade unter Berücksichtigung des angesetzten arithmetischen Mittels zur Ermittlung der Marktrisikoprämie von vornherein ungeeignet; eine Überrendite von 4,5 % nach Steuern im Vergleich zu festverzinslichen Wertpapieren müsse als unrealistisch bezeichnet werden. Die Zusammensetzung der Peer Group sei schon wegen der Einbeziehung ausländischer Unternehmen nicht sachgerecht erfolgt. Abgesehen davon müsse der unternehmenseigene Beta-Faktor angesetzt werden. Auch rechtfertige die Existenz eines Hauptaktionärs einen geringeren Beta-Faktor. Der Wachstumsabschlag von 1 % orientiere sich nicht hinreichend an der zu erwartenden Inflationsrate.

Bei der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens hätte bei der „A... S... GmbH“ ein Sonderwert angesetzt werden müssen. Bei der J... f... & m... AG hätte der Ertragswert ermittelt werden müssen. Mangels Angaben zur Ertragslage und zum Vermögen der F... GmbH & Co. KGaA müsse der angesetzte Wert in Frage gestellt werden. Ebenso fehle es an hinreichenden Angaben zur Bewertung der E... S... AG. Auch seien die im Jahresabschluss

ausgewiesenen flüssigen Mittel in Höhe von ca. € 6.000.000,-- unzutreffender Weise nicht Wert erhöhend angesetzt worden. Weiterhin bleibe der Wert der Marke „V... AG“ zu Unrecht unberücksichtigt.

Zudem fehle die Ermittlung des Substanzwertes und des Liquidationswertes. Der Barwert des Ausgleichsanspruches aus dem Gewinnabführungsvertrag rechtfertige zudem ebenfalls eine höhere Barabfindung. Deren Unangemessenheit zeige sich an dem weiteren Umstand, dass diese gegenüber der aufgrund des angebotenen Abfindungsbetrages von € 6,25 nur einer Aufzinsung um € 0,04 entspreche, was nicht ausreiche, weil bereits die pro rata temporis zu zahlende Ausgleichszahlung höher sei.

Der Börsenkurs sei anhand eines unzutreffenden Referenzzeitraums ermittelt worden; es hätte der Durchschnittskurs aus einem Zeitraum von drei Monaten vor der Hauptversammlung gewählt werden müssen.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil der von ihr mit der Unterstützung der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft E... AG errechnete und von W... ordnungsgemäß geprüfte Unternehmenswert der V... AG nach dem Ertragswertverfahren mit einem Wert von lediglich € 4,35 je Aktie zutreffend ermittelt worden sei. Daher müsse auf den höheren Börsenkurs abgestellt werden, der im Gegensatz zur Einschätzung der Antragsteller unter Ansatz einer zutreffenden Referenzperiode gewonnen worden sei.

Die Planannahmen des Vorstandes der V... AG seien plausibel und nicht übertrieben pessimistisch und negativ. Aus den Vergangenheitsergebnissen lasse sich kein Zweifel ableiten, zumal man die von den Antragstellern herangezogenen Jahre zwischen 2005 und 2007 als überaus erfolgreich ansehen müsse und es sich bei dieser Zeit gerade nicht um eine solche des Ab-

schwungs handele. Die in der Finanz- und Wirtschaftskrise erstellte Planung gehe nicht für alle Zeiten von gleichbleibend niedrigen Erträgen aus; vielmehr nehme bereits die Detailplanung ausgehend von einem sich ab 2009/2010 schrittweise normalisierenden Marktumfeld eine stetige Steigerung der geplanten Erträge bis zum Ende der Phase I auf dann € 1,266 Mio. an. In der Ewigen Rente liege der angenommene Jahresüberschuss zwar unter dem Niveau der Jahre 2005 und 2006, aber bereits deutlich über den ab 2007 erzielten bzw. für die Detailplanungsphase geplanten Jahresüberschüssen.

Bezüglich der Provisionsergebnisse müsse der dramatische Einbruch der Platzierungserlöse berücksichtigt werden, wobei eine Kompensation mit anderen Dienstleistungen im Emissionsbereich nicht angenommen werden könne. Im Bereich Designated Sponsoring habe die Planung zutreffende Zahlen zugrunde gelegt, weil man nicht von Momentaufnahmen ausgehen dürfe. Gerade in diesem Bereich bewege sich die Gesellschaft in einem sehr wettbewerbsintensiven Marktumfeld, welches sich durch aggressiv in das von der V... AG bediente Marktsegment Small and Mid Caps drängende Wettbewerber zunehmend verschärfe. Angesichts der wenige Wochen nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers aufgestellten Planung habe der Vorstand nicht von einer kurzfristigen Erholung des Kapitalmarktumfeldes ausgehen können. Aus den tatsächlich erzielten Ergebnissen im Geschäftsjahr 2009/2010 lasse sich zudem die Plausibilität der Planung ableiten.

Angesichts des nachhaltig über dem Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2007 erzielten liegenden Provisionsergebnisses ergebe sich auch aus dem Ansatz in der Ewigen Rente keine zu korrigierende Planung. Aufgrund des deutlichen Rückgangs der Ressource „Eigenkapital“ und der aufsichtsrechtlichen Beschränkungen müsse in der Ewigen Rente eine im Vergleich zur Vergangenheit eingeschränkte Kapazität zur Abwicklung von Emissionen angesetzt werden.

Das Zinsergebnis trage nur zu einem geringen Anteil zum Gesamtergebnis bei; angesichts der Geschäftsstrategie, in Zukunft keine langfristigen Anlagen in festverzinslichen Anlageformen mehr vorzunehmen, sondern die freie Liquidität nur mehr für kurzfristige Anlagezeiträume anzulegen, führe dies zwangsläufig zu niedrigeren Zinserträgen, was auch für die Ewige Rente gelte. Beim Handelsergebnis rechne der Vorstand angesichts der Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die V... AG für die folgenden sechs bis acht Quartale mit einem gedämpften Wachstum bei einem gegenüber den Vorjahren reduzierten durchschnittlich gebundenen Kapital in Aktien. In der Ewigen Rente lege die Planung ein normalisiertes Marktumfeld zugrunde. Die Entwicklung des Verwaltungsaufwandes sei plausibel geplant und im Bewertungsgutachten nachvollziehbar erläutert. Angesichts des Anteils fixer Verwaltungsaufwendungen könne auch in schlechten Zeiten eine Reduktion des Aufwandes in gleichem Umfang nicht angenommen werden.

Die Annahme der Thesaurierung bzw. Ausschüttung beruhe in der Detailplanungsphase auf dem individuellen Unternehmenskonzept und berücksichtige die bisherige und geplante Ausschüttungspolitik. Dabei gehe die Planung plausibel und nachvollziehbar nach negativen Jahresüberschüssen in den beiden ersten Jahren erst im letzten Jahr der Detailplanungsphase von einem Jahresüberschuss von € 1,266 Mio. aus, der zur Stärkung der Eigenkapitalbasis vollständig thesauriert werde. Die für die Phase II getroffene Annahme einer Thesaurierung von 50 % des nach der zwingenden Thesaurierung zur Stärkung des Eigenkapitals verbleibenden Jahresüberschusses und einer ebenso hohen Ausschüttungsquote orientiere sich zutreffend an der durchschnittlichen Dividendenausschüttungsquote der Indices DAX und MDAX.

Die für die Abzinsung herangezogenen Kapitalisierungszinssätze von 7,63 % in der Detailplanungsphase sowie von 6,63 % in der Ewigen Rente seien

angemessen. Der mittels der Zinsstrukturkurve ordnungsgemäß ermittelte Ansatz eines Basiszinssatzes von 4,25 % vor Abzug persönlicher Ertragssteuern orientiere sich an den Durchschnittssätzen der Monate September bis November 2008 von 4,5 % und sei angesichts des zu erwartenden weiteren Absinkens mit 4,25 % angesetzt worden. Selbst bei Ansatz von 4 % erhöhe sich der Unternehmenswert nur um 0,08 € je Aktie. Ebenfalls angemessen sei der gebotene und sachgerecht in Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag von 4,5 %; er erfasse die Unsicherheit der Erfüllung der in den Planungsrechnungen ausgedrückten unternehmerischen Entscheidungen und beschreibe die Volatilität der Anlage. Die Marktrisikoprämie von 4,5 % nach Steuern liege innerhalb der Bandbreite entsprechender Untersuchungen zu dieser Thematik; die Verwendung des arithmetischen Mittels könne nicht beanstandet werden. Ebenso sei der Ansatz des Betafaktors von 1,0 % sowie dessen Ableitung aus einer Peer Group methodisch korrekt erfolgt, nachdem es dem unternehmenseigenen Beta an der Aussagekraft fehle. Die Zusammensetzung der Peer Group könne insbesondere auch angesichts der im Vorfeld der Hauptversammlung erfolgten Eliminierung des Vergleichsunternehmens Concord Investment Bank AG durch den Bewertungsgutachter E... nicht beanstandet werden, nachdem die gewählten Vergleichsunternehmen und ihr jeweiliges Umfeld mit der V... und deren Umfeld am besten vergleichbar seien. Die Existenz eines Hauptaktionärs sowie eines Unternehmensvertrages rechtfertige gleichfalls keinen geringeren Beta-Faktor. Der in der Ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag von 1 % stelle sich als angemessen dar; gerade der Bankenmarkt kennzeichne sich nicht durch Preissteigerungen, weil ein durch die Finanzkrise noch verstärkter zunehmender Wettbewerb und damit einhergehend ein enormer Margendruck bestehe, weshalb ein Ansatz unterhalb der Inflationsrate erfolgen dürfe; dies werde auch durch empirische Studien belegt.

Die Wertbeiträge aus Beteiligungen seien bewertungstechnisch ordnungsgemäß im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens als Sonder-

werte angemessen berücksichtigt worden. Der Ansatz der Beteiligungen entspreche den tatsächlichen Gegebenheiten ebenso wie die Berücksichtigung des Zinssicherungsgeschäftes beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen. Dies gelte namentlich für die Ansätze bei den Beteiligungsgesellschaften, bei denen jeweils der höchste der denkbaren Werte angesetzt worden sei. Der Ansatz flüssiger Mittel als Sonderwert sei nicht geboten, weil die freie Liquidität aufgrund bankaufsichtsrechtlicher Anforderungen für die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes vorgehalten werden müsse. Eine eigenständige Bewertung der Marke „V...“ müsse nicht erfolgen.

Der Substanzwert müsse wegen fehlender Relevanz nicht ermittelt werden; Ähnliches gelte für den Liquidationswert, der schon wegen der geplanten Fortführung keine Rolle spiele und zudem deutlich unterhalb des Unternehmenswertes der V... AG liege. Der Barwert des Ausgleichsanspruches aus dem Gewinnabführungsvertrag gebiete keine höhere als die festgesetzte Barabfindung, weil dieser nicht mit dem Wert der Aktien der Minderheitsaktionäre gleichgesetzt werden könne. Die Höhe der im Gewinnabführungsvertrag angebotenen Abfindung nach § 305 AktG sei für dieses Verfahren rechtlich unerheblich.

4. a. Der Vorsitzende hat mit Beschluss vom 02.11.2010 (Bl. 219 d.A.) Frau Rechtsanwältin ... zur gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 220 d.A.) veranlasste der Vorsitzende die Bekanntmachung im elektronischen Bundesanzeiger.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 7.4.2011 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer aus der
 ... und ... angehört.
 Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung wird in vollem Umfang auf

das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 7.4.2011 (Bl. 258/279 d.A.) verwiesen.

- c. Der Antragsteller zu 19) hat mit Schriftsatz vom 6.5.2011 (Bl. 283 d.A.) seinen Antrag zurückgenommen.
- d. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens wird in vollem Umfang auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 7.4.2011 (Bl. 258/279 d.A.) Bezug genommen.

B.

I.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind zulässig.

1. Sie wurden von allen Antragstellern fristgerecht gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG eingereicht, mithin innerhalb einer Frist von drei Monaten ab der Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nach § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 15.7.2009, weshalb die Frist am 15.10.2009 endete. Da die letzten Anträge am 13.10.2009 beim Landgericht München I eingingen, wurde die Antragsfrist dementsprechend gewahrt.
2. Die Antragsberechtigung der Antragsteller i. S. v. § 3 Satz 1 Nr. 2 AktG muss gleichfalls bejaht werden. Der Antragsteller zu 59) hat mit Schriftsatz vom 16.

bzw. 17.8.2011, eingegangen bei Gericht am 18.8.2010 und nochmals am 29.9.2011 (Bl. 38/39 bzw. 286 d.A.) eine Bescheinigung der V... AG über seine Eintragung im Aktionärsregister vorgelegt, aus der sich dies zweifelsfrei zum Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze Out-Beschlusses in das Handelsregister vorgelegt. Die Antragsgegnerin hat mit Schriftsatz vom 17.10.2011 (Bl. 287 d.A.) die Aktionärserschaft des Antragstellers zu 51) zu diesem Zeitpunkt unstreitig gestellt. Angesichts dessen muss die Kammer nicht mehr entscheiden, inwieweit das einfache Bestreiten hier überhaupt zulässig ist, nachdem die Antragsgegnerin oder zumindest eine Gesellschaft aus ihrem Unternehmensverbund das Aktienregister führt und dessen Inhalt nach § 67 Abs. 2 AktG analog auch im Verhältnis zum Hauptaktionär maßgeblich ist (vgl. OLG Frankfurt AG 2006, 290, 292 f. 2008, 550, 551; LG München I Der Konzern 2010, 196, f.; Leuering in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 63 zu § 3).

3. Die Antragsteller haben die Anträge auch jeweils in ausreichendem Maß im Sinne des § 4 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 Nr. 4 SpruchG begründet, wonach konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen sind. Auch wenn einzelne Antragsteller vergleichsweise pauschal namentlich den Kapitalisierungszinssatz gerügt haben, wird dies noch als hinreichende Begründung angesehen werden müssen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.
 - a. Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken

(vgl. nur Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puskajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass die Antragsgegnerin als Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puskajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 6. Aufl., Rdn. 7 f. zu § 4 SpruchG). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Konkretheit der Einwendungen ist zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zugrunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. Hüffer, AktG, 9. Aufl., Anh. § 305, Rdn. 8 zu § 4 SpruchG). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.; 2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996).

- b. Dabei muss es noch als ausreichend angesehen werden, wenn gerade auch beim Kapitalisierungszinssatz einzelne Parameter als unzutreffend festgesetzt gerügt werden. Im Spruchverfahren herrscht kein Anwaltszwang. Es kann daher nicht zwingend verlangt werden, dass ein Antragsteller detailliert begründen muss, warum beispielsweise die Marktrisikoprämie mit 4,5 % als zu hoch angesetzt wurde. Dies zu verlangen hieße die Substantiierungslast zu überspannen. Ein Antragsteller muss insbesondere auch nicht darlegen, dass bei Berücksichtigung seiner Rügen – einzeln oder in ihrer Gesamtheit – ein höherer Abfindungsbetrag erreicht wird, wenn der angenommene Ertragswert wie hier unter dem Börsenkurs liegt. Inwieweit die Rüge dann tatsächlich zu einer Erhöhung der Barabfindung oder einer sonstigen Kompensationsleistung führt, ist eine Frage der Begründetheit des Antrages.

II.

Die Anträge sind indes unbegründet, weil die Abfindung in Höhe von € 6,29 je Namensaktie unter Beachtung des maßgeblichen Börsenkurses zutreffend ermittelt wurde und somit angemessen ist, nachdem der Ertragswert der Gesellschaft nicht höher liegt und andere Wertberechnungen nicht einschlägig sein können.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außen stehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP

2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376). Dabei ist nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 5 zu § 327 b und Rdn. 24 c zu § 305; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Rdn. 3 zu § 327 b; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 9 zu § 327 b; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Rdn. 36 zu § 305 AktG).

Unter Beachtung dieser Grundsätze muss die festgesetzte Barabfindung in Höhe von € 6,29 je Aktie als angemessen angesehen werden, weil der Ertragswert den Börsenkurs nicht überschreitet, bei dessen Ermittlung von der richtigen Referenzperiode ausgegangen wurde und auch andere Wertermittlungen zu keiner höheren Barabfindung führen bzw. zur Ermittlung des Abfindungsbetrages nicht geeignet sind.

1. Der Ansatz eines Börsenkurses mit € 6,29 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntmachung des Übertragungsverlangens der Antragsgegnerin durch die Ad hoc-Mitteilung der V... AG vom 6.11.2008 ist nicht zu beanstanden. Dabei verlangt Art. 14 Abs. 1 GG nicht, dass gerade der Börsenkurs zum Bewertungsstichtag, mithin dem Tag der Hauptversammlung, zur Untergrenze gemacht wird. Anderenfalls

hätten Interessenten zumindest während der Dauer der Einberufungsfrist von mindestens einem Monat, in der die Abfindungshöhe bekannt ist, die Möglichkeit, den Börsenkurs auf Kosten des Mehrheitsaktionärs in die Höhe zu treiben. Allerdings wird durch das Verfassungsrecht nicht vorgegeben, wie der Stichtag für den Referenzzeitraum festzusetzen ist. Entscheidend ist, dass die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzzeitraums einem Missbrauch beider Seiten begegnen (vgl. BVerfG WM 2007, 73, 74 = ZIP 2007, 175, 177 f. = AG 2007, 119, 120).

- a. Unter Beachtung namentlich der verfassungsrechtlichen Vorgaben hatten der BGH und sich zunächst daran anschließend die Mehrzahl der Instanzgerichte auf einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag der Hauptversammlung abgestellt und ausgeführt, dieser Zeitraum genüge, um Missbräuchen zu begegnen (vgl. BGHZ 147, 108, 118 ff. = AG 2001, 417, 419 f. = NJW 2001, 2080, 2082 f. = NZG 2001, 603, 605 f. = WM 2001, 856, 859 = ZIP 2001, 734, 737 = DB 2001, 969, 971 f. = BB 2001, 1053, 1056 = JR 2002, 13, 15 – DAT/Altana; ebenso OLG Hamburg NZG 2003, 89, 90 = AG 2003, 583; OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 713 = AG 2004, 43, 44 – Vereinigte Filzfabriken).
- b. In jüngster Zeit gingen die Oberlandesgerichte und die Literatur demgegenüber vermehrt davon aus, dass sich der Referenzzeitraum von drei Monaten auf den Zeitpunkt vor der Bekanntgabe der jeweiligen Strukturmaßnahme, hier also des Squeeze out, beziehen müsse (vgl. nur OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.).

- (1) Der BGH hat sich in teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.) dieser letztgenannten Auffassung angeschlossen, wonach der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln ist. Zur Begründung verweist der BGH zunächst darauf, die Bezugnahme in § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung bedeute nicht, dass für die Wertfeststellung zwingend auf diesen Stichtag abzustellen sei. Es müsse vielmehr unterschieden werden zwischen dem Zeitpunkt, auf den sich die Wertermittlung beziehen muss, und dem Zeitpunkt oder Zeitraum, aus dem die Daten für die Wertermittlung gewonnen werden müssen. Auch bei der Ermittlung des quotalen Anteilswerts mit Hilfe fundamentalanalytischer Daten werden vielfach die Werte für den Zeitpunkt der Hauptversammlung aus vergangenen Daten auf den Tag der Hauptversammlung durch Aufzinsung hochgerechnet. Daher könne als Referenzzeitraum auch ein anderer Zeitraum als gerade der vor der Hauptversammlung gewählt werden, wenn dieser besser geeignet sei, den Börsenwert bei einer freien Deinvestitionsentscheidung abzubilden. Dabei ist nach der Auffassung des BGH der Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu bestimmen, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt hat. Der BGH begründet dies vor allem

damit, dass der Börsenkurs im Zeitraum vor der Hauptversammlung regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und mit einer auf den Tag der Hauptversammlung abzielenden Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an – also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel während des Drei-Monats-Zeitraums liegt – nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert an; dabei werde dieser in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder auch schon in einem Anfechtungsverfahren häufig (leicht) überschritten. Der angebotene Preis wird in jedem Fall erreicht – ungewiss ist nach der zutreffenden Einschätzung des BGH lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder bereits im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchgesetzt werden kann. Angesichts der Regelung der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 AktG beginne eine Spekulation auf den Lästigkeitswert bereits mit der Bekanntgabe der Maßnahme. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegelt nach der Einschätzung des BGH der ermittelte Börsenkurs nicht mehr den Preis wider, den der Aktionär ohne die entschädigungspflichtige Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bilde, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne. Die Entwicklung eines höheren Börsenkurses habe ihre Ursache dann in der durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, allerdings nicht in Kursmanipulationen seitens einzelner Minderheitsaktionäre. Diese Nachfrage hat danach indes nichts mit dem Verkehrswert der Aktie zu tun, mit dem der Aktionär für den Verlust des Aktieneigentums so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Zudem argumentiert der BGH, Informationspflichten insbesondere nach § 15 WpHG wirken einer verzögerten Bekanntgabe und einer verdeckten Abfindungswertspekulation entgegen. Auch stimme dieser Zeitpunkt mit der Einschätzung des Verordnungsgebers in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO überein, wonach ein Referenzzeitraum vor Bekanntgabe des zur Abfindung führenden Vorgangs den Börsenkurs richtig abbilde. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO legt dabei einen Referenzzeitraum vor Bekanntwerden der Kontrollerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zugrunde, nicht aber den Zeitraum zwischen Kontrollerlangung und Bekanntgabe der Höhe des Pflichtangebots.

Die Orientierung des Referenzzeitraums am Tag der Bekanntmachung trage auch dem Umstand Rechnung, dass der Abfindungsvorschlag nach §§ 327 c Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Satz 1, Absatz 3 Nr. 4, 327 b Abs. 3, 327 d AktG vor der Hauptversammlung bekannt zu geben ist. Der Wert, der sich bei einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Beschluss der Hauptversammlung errechnet, sei zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Einberufung weder bekannt noch vorhersehbar; dagegen könne der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs für drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme bis zur Mitteilung des Abfindungsangebotes ermittelt und bei der Entscheidung über die Höhe des Abfindungsangebots berücksichtigt werden. Weiterhin weist der BGH darauf hin, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt des Verlangens nach §§ 327 a ff. AktG frei bestimmen könne und der Schutz der Minderheitsaktionäre vor Manipulationen durch den Hauptaktionär dadurch erreicht werde, dass die Barabfindung niemals geringer sein könne als der Anteil der Minderheitsaktionäre am Unternehmenswert.

Angesichts dieser höchstrichterlichen Entscheidung hält die Kammer an ihrer sich an der älteren Rechtsprechung des BGH orientierenden Rechtsauffassung nicht mehr fest, worauf die Beteiligten im Termin vom 7.4.2011 ausdrücklich hingewiesen wurden.

- (2) Eine Ausnahme von diesem Grundsatz der Anknüpfung an den Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe des Abfindungsverlangens kann vorliegend nicht bejaht werden. Zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und deren Umsetzung liegt kein längerer Zeitraum, angesichts dessen eine Anpassung der Börsenkurse an die mit der Bekanntgabe der Maßnahme eingetretene Entwicklung erforderlich wäre (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Die Bekanntgabe des geplanten Squeeze out erfolgte mittels Ad hoc-Mitteilung am 6.11.2008. Die Hauptversammlung der V... AG fand am 12.2.2009 statt, so dass zwischen den beiden Zeitpunkten ein Zeitraum von nicht einmal vier Monaten lag. Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer börsennotierten Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von etwas mehr als drei Monaten am unteren Rand dessen, was realistischerweise – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeeck/Reichard AG 2010, 699, 705;

Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

- (3) Der gewichtete Börsenkurs im maßgeblichen Referenzzeitraum lag nach dem unstreitigen Sachvortrag aller Beteiligten bei € 6,29 je Aktie, weshalb dieser Wert die Untergrenze einer zu gewährenden angemessenen Barabfindung darstellt.
2. Eine höhere Abfindung kann nicht auf der Basis des Unternehmenswertes angenommen werden, weil dieser nicht so hoch ist, als dass der Wert von € 6,29 je Aktie erreicht würde. Der Unternehmenswert der V... AG erreicht keinesfalls den Wert der Marktkapitalisierung, der sich unter Anwendung des gewichteten durchschnittlichen Börsenkurses auf € 60.855.750,-- beläuft.

Die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin bzw. die von ihr beauftragte
sowie der gerichtlich bestellte Prüfer legten
ihren Berichten zur Ermittlung des Unternehmenswertes die Ertragswertmethode zugrunde, was entsprechend der nahezu einhellig vertretenen Auffassung insbesondere auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung nicht zu beanstanden ist. Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird. Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist indes zu berücksichtigen, dass die Wirtschaftsprüfer der
-
die die Bewertung der V... AG im Auftrag
der Antragsgegnerin vorgenommen haben, und die die Prüfung vornehmen-
den Wirtschaftsprüfer der nicht in

der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Dem Gericht kommt dann die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189).

- a) Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. OLG München BB 2007, 2395, 2397; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.).

Unter Anwendung dieser Grundsätze sieht die Kammer keinen Anlass, Korrekturen an der Planung vorzunehmen.

(1) Die Planung ist als plausibel anzusehen, was sich neben den vorgelegten Unterlagen namentlich aus der Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer im Termin vom 7.4.2011 ergibt.

(a) Soweit die Planung allgemein mit dem Argument angegriffen wurde, das gesamte Ergebnis in den einzelnen Segmenten liege in der Detailplanungsphase deutlich unter den in den Jahren 2005 bis 2007 erwirtschafteten Ergebnisse, begründet dies nicht die fehlende Plausibilität. Der Abfindungsprüfer

verwies bei seiner Anhörung auf die fehlende Repräsentanz dieser drei Jahre von 2005 bis 2007, die sich so nicht wiederholen werden, nachdem es zum Verlust von Marktanteilen gekommen sei. Weiterhin ist zu berücksichtigen, dass gerade der Beginn der Detailplanungsphase in die durch den Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers ausgelöste Wirtschafts- und Finanzkrise fiel. Dann aber kann nicht ohne weiteres von fehlender Plausibilität gesprochen werden, wenn auch die Ergebnisse in den beiden ersten Jahren der Planungsphase I negativ geplant wurden und erst im dritten Jahr positiv. Zudem muss zur Begründung auf die folgenden Ausführungen zu den einzelnen Segmenten verwiesen werden.

Der Ansatz einer drei Jahre währenden Detailplanungsphase ist auch unter Berücksichtigung der Besonderheiten des Geschäftsgegenstandes der V... AG nicht zu beanstanden. Etwas anderes lässt sich namentlich nicht aus dem Vortrag ableiten, die Dauer eines Börsenzyklus liege bei fünf Jahren, weshalb die Planungsphase I genauso lange dauern müsse.

erläuterte bei seiner Anhörung, man werde kaum einen

Vorstand eines derartigen Unternehmens finden, der die Zahl von Initial Public Offerings in vier oder fünf Jahren konkret planen könne. Angesichts dessen sieht die Kammer keine Notwendigkeit einer Anpassung der Dauer der Detailplanungsphase, zumal jeder Vorstand stets Statistiken aus der Vergangenheit heranziehen muss, um eine sachgerechte Planung vornehmen zu können. Angesichts dessen wäre insbesondere auch eine Verbesserung der Zielgenauigkeit der Planung mit einer Verlängerung der Phase I nicht zu erreichen.

- (b) Das Provisionsergebnis wurde zur Überzeugung der Kammer plausibel geplant, wenn in den drei Planjahren von einer Steigerung von € 2,552 Mio. über € 3,391 Mio. auf € 4,559 Mio. ausgegangen wird. Den Umstand, dass dies deutlich unter den Werten der Vergangenheit der Jahre 2005 bis 2007 liegt, erachtet die Kammer als nachvollziehbar. Der Abfindungsprüfer erläuterte, dass die hohen Provisionserlöse in den drei Jahren vor allem aus den Initial Public Offerings, mithin dem erstmaligen Börsengang eines Unternehmens, resultierten. Diese Sparte kam in der Zeit nach der Insolvenz von Lehman Brothers praktisch vollständig zum Erliegen. Dies traf vor allem die in einem Nischenmarkt tätige V... AG, weil es in deren Tätigkeitsfeldern praktisch keine Initial Public Offerings gab. Die zu bejahende Plausibilität wird auch nicht durch die führende Stellung der V... AG im WpÜG-Bereich in Frage gestellt. Da der Markt für Börsengänge nahezu vollständig zum Erliegen kam, drängten große Investmentbanken wie beispielsweise auch die Deutsche Bank AG in diesen Markt der WpÜG-Angebote, um ihre Mitarbeiter aus ihren großen IPO-Abteilungen beschäftigen zu können. Damit ist es aber für die Kammer sehr wohl nachvollziehbar, wenn durch den gestei-

gerten Wettbewerbsdruck Marktanteile an andere Wettbewerber mit negativen Folgen für das Provisionsergebnis der V... AG verloren gingen. Damit zeigt sich aber gerade auch die Abhängigkeit des Provisionsergebnisses von den Kapitalmärkten und von der Möglichkeit der Unternehmen, an die Börse zu gehen. Wenn dies aufgrund der allgemeinen konjunkturellen Situation nicht geschehen kann, kann kein Zweifel daran bestehen, dass die Provisionserträge für in diesem Bereich tätige Unternehmen zurückgehen müssen.

Beim Provisionsergebnis wurden nach den Ausführungen des Abfindungsprüfers im Termin auch Beratungsleistungen berücksichtigt. Soweit einige Antragsteller das Fehlen eines Unterpunktes im Bereich „Investor Relations“ gerügt haben, rechtfertigt dies nicht die Annahme einer unrealistischen Planung. Dieser Punkt floss in das alle möglichen Leistungen umfassende Provisionsergebnis ein. Da er nicht zum Kernbereich der Tätigkeit der V... AG gehört, musste er zum einen nicht gesondert im Geschäftsbericht ausgewiesen werden; zum anderen ist aber dann auch der Einfluss auf den Vertragswert ohnehin gering und von untergeordneter Bedeutung für die Ermittlung des Gesamtergebnisses.

Soweit es um die Folgen der Erlangung der Vollbanklizenz geht, wurde dieser Punkt in der Planung der Provisionsrechnung angemessen berücksichtigt. Die Abfindungsprüfer legten bei ihrer Anhörung dar, die in diesem Zusammenhang angesetzten zusätzlichen Erträge seien ihnen ausführlich erläutert worden, wobei es im Wesentlichen um die Verwendung von Kundengeldern, nicht um Einlage- oder Kreditgeschäfte ging. Die Planung ging dabei zudem durchaus von steigenden Er-

trägen aus, wie insbesondere auch die vom Bewertungsgutachter . erstellte Unternehmensbewertung auf Seite 33 ausweist. Dieser Bereich wurde nach Aussage der Abfindungsprüfer auch in ihrer Prüfungstätigkeit entsprechend gewürdigt, weshalb die Planung der Bewertung so zugrunde gelegt werden konnte.

- (c) Soweit Rügen gegen die Planung des Zinsergebnisses erhoben wurden, vermögen diese die Plausibilität nicht in Abrede zu stellen.

Die vom Vorstand bei der Planung angenommene niedrigere Zinserwartung erfolgte nicht zu Unrecht. In der Phase I musste dabei die damalige aktuelle Krisensituation berücksichtigt werden, nachdem im Unternehmen gebundene Liquidität nur zu aktuellen Zinssätzen angelegt werden kann. Die Detailplanungsphase war gerade in ihrem Beginn nach dem Zusammenbruch von Lehmann Brothers durch eine niedrige Verzinsung gekennzeichnet. In dieser Situation ist dann auch der Ansatz einer kurzfristigen Anlagestrategie nachvollziehbar, weil aufgrund der Erkenntnisse aus der Vergangenheit nach dem Ende einer Rezession mit dem Aufschwung üblicherweise auch Zinserhöhungen einhergehen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Abfindungsprüfer hier den Basiszinssatz zugrunde legten, der in der damaligen Zeit nicht zu erzielen war. Daher wirkt sich dieser Zinssatz letztlich sogar zugunsten der Minderheitsaktionäre aus.

Ebenso ist die Planung für Phase I mit dem Ausstieg aus Aktienanlagen nachvollziehbar und demgemäß nicht zu korrigieren, weil angesichts der Krisensituation und des Risikos von

Aktienanlagen nach Auskunft von . praktisch alle Unternehmen ihre Liquidität nicht mehr in Aktien angelegt haben.

Soweit seitens der Antragsteller geltend gemacht wurde, die Planung sei wegen des Unterschiedes des Zinsergebnisses zu den Jahren 2005 bis 2007 unplausibel, vermag die Kammer unter Berücksichtigung der Erkenntnisse aus der Anhörung der Abfindungsprüfer zur geänderten Unternehmensstrategie und zu der Zinserwartung diese Einschätzung nicht zu teilen.

Die fehlende Plausibilität der Planung des Zinsergebnisses begründet sich auch nicht daraus, dass dieser Teilbereich nicht mehr die Ergebnisse der Jahre 2005 bis 2007 erreicht. Insoweit muss nämlich beachtet werden, dass gerade diese Jahre von einem hohen Eigenkapital der Gesellschaft zwischen € 25 Mio. und € 31 Mio. geprägt waren und es daher auch eine deutliche höhere Liquidität gab. Aufgrund der schlechten Ergebnisse im Jahre 2008 mit einem Ergebnis von minus € 10 Mio. und auch in den Folgejahren muss es nahezu zwangsläufig zu einem Rückgang der Liquidität und damit auch des Zinsergebnisses kommen. Angesichts dessen ist es nicht zu beanstanden, wenn davon ausgegangen wird, die hohen Liquiditätsbestände der genannten drei Jahre würden in der Planung nicht mehr auftauchen, sondern nur mehr Werte für Forderungen gegen Kreditinstitute und Kunden in einem Bereich zwischen € 5 Mio. und € 13 Mio. angesetzt wurden.

und legten bei ihrer Anhörung insbesondere auch dar, die aus der Liquiditätsberechnung und einer

Finanzbedarfsberechnung abgeleiteten Werte selbst überprüft zu haben.

- (d) Wenn das Beteiligungsergebnis für die Phase I nicht im Rahmen der Ertragswertermittlung angesetzt wurde, so können die darauf gestützten Rügen keine Erfolg haben, weil es aus bewertungstechnischen Gründen der Transparenz als Sonderwert angesetzt wurde und es anderenfalls zu einer ohne jeden Zweifel unzulässigen Doppelerfassung ein und desselben Wertes käme.
- (e) Korrekturen beim Handelsergebnis wegen des Vortrages einer unzutreffenden Planung dieses Segments können nicht vorgenommen werden. Auch insoweit folgt die Kammer den überzeugenden Ausführungen der Abfindungsprüfer. Sie erläuterten namentlich den Ansatz des Kapitalisierungszinssatzes und der zu erwartenden Verwaltungsaufwendungen als Basis für ihre Ermittlung des Handelsergebnisses für Aktien und andere risikobehaftete Papiere. Zudem musste auch hier – wie beim Zinsergebnis – berücksichtigt werden, dass die zur Anlage zur Verfügung stehenden liquiden Mittel angesichts der eingetretenen Verluste im Vergleich zu den Jahren 2005 bis 2007 zurückgingen und daher auch das Handelsergebnis zurückgehen musste.

Die Planung eines ansteigenden Verwaltungsaufwandes ist nicht unplausibel. Angesichts des erwarteten Anstiegs des Jahresergebnisses im letzten Planungsjahr ist es nachvollziehbar, wenn dann auch höhere Personalkosten anfallen, weil dann ergebnisabhängige Boni gezahlt werden. Zudem müssen die fixen Kosten für rund 30 bis 40 Mitarbeiter im Üb-

rigen wie für das gemietete Bürogebäude in die Planung einfließen. Abgesehen davon zeigt der Vergleich derselben Aufwandspositionen mit den Jahren zwischen 2005 und 2007, dass namentlich die Personalkosten deutlich unter dem Ansatz dieser drei Jahre liegen.

- (f) Die im Rahmen der Ertragswertermittlung vorgenommenen Ansätze im Zusammenhang mit der Beteiligung an der „A... S... GmbH“ können nicht als unplausibel angesehen werden. Für diese Gesellschaft musste namentlich kein Sonderwert angesetzt werden; vielmehr fanden Ergebnisse Eingang in die Planung und damit in die Ermittlung des Ertragswertes. Die dabei vorgenommenen Ansätze können nicht beanstandet werden.

Die Antragsgegnerin verwies in ihrer Erwiderung auf die Gründe für die vorgenommenen Abschreibungen sowie die erwartete weitere Entwicklung des Engagements. Da dies insbesondere von der Antragstellerin zu 30) sowie den Antragstellern zu 44) bis 48), die diese Rügen vorgebracht haben, nicht mehr bestritten wurde, gilt der entsprechende Vortrag der Antragsgegnerin gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.

Der auf Seite 50 des Bewertungsgutachtens angesprochene geplante Zufluss eines Betrages von € 4,936 Mio. stellt sich als Aktivtausch von „sonstigen Vermögensgegenständen“ dar und kann daher keinen sichtbaren Ausdruck in einer Plan-Gewinn- und Verlust-Rechnung aufweisen. Die geplante Verzinsung der Darlehensforderung sowie die Planung von Rückflüssen entspricht den Verhältnissen zum Stichtag,

wenn angesichts der bei der „A... S... GmbH“ aufgetretenen Schwierigkeiten, die aus der Insolvenz der P... D... GmbH sowie projektbezogenen Schwierigkeiten herrühren; die V... AG musste auf vorhandene Zinsforderungen verzichten, weshalb die Planung dann auch die projektspezifischen Liquiditätserfordernisse entsprechend dem unstreitig gebliebenen Vortrag der Antragsgegnerin berücksichtigte.

In der Ewigen Rente erfolgte eine Verzinsung der Darlehensrückflüsse entsprechend der Zinsstrukturkurve, was als sachgerecht angesehen werden muss.

Die Rüge des Unterlassens der Korrektur von zu Unrecht vorgenommenen Abschreibungen vermag die Plausibilität der Planung gleichfalls nicht in Frage zu stellen. Die Abschreibung wurde vom Abschlussprüfer als ordnungsgemäß bestätigt. Da hiergegen keine konkreten Einwendungen erhoben wurden, kann nicht davon ausgegangen werden, es müsse eine Korrektur von Planvorgaben in diesem Spruchverfahren stattfinden.

- (g) Soweit die Ansätze in der Ewigen Rente gerügt wurden und darauf noch nicht im Zusammenhang mit Rügen zu Ansätzen in der Detailplanungsphase eingegangen wurde, vermögen die weiteren Rügen den Anträgen auf Festsetzung einer höheren Barabfindung nicht zum Erfolg zu verhelfen. Dabei kann insbesondere nicht davon ausgegangen werden, die Krisenjahre seien unverändert fortgeschrieben worden. Das für die Ewige Rente zugrunde gelegte Ergebnis muss dem eines durchschnittlichen Jahres entsprechen, weil anderenfalls Boom- oder Rezessionsphasen des Zyklus als Dauerzustand

in die Zukunft fortgeschrieben würden, was zu unrealistischen Ergebnissen führt (vgl. OLG München, Beschluss vom 31.3.2008, Az. 31 Wx 88/06; Großfeld Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rdn. 360 S. 104). Die Abfindungsprüfer haben angesichts der Besonderheiten der von der Finanz- und Wirtschaftskrise geprägten Detailplanungsphase gerade nicht feststellen können, beim Provisionsergebnis sei lediglich das Ergebnis des letzten Jahres der Detailplanungsphase fortgeschrieben worden. Daraus ist der Schluss zu ziehen, dass in dieser Sparte kein eingeschwungener Zustand der V... AG angenommen werden kann und daher auch nicht lediglich das Ergebnis der Detailplanungsphase fortgeschrieben wurde.

erläuterte hinsichtlich der Art des Vorgehens, dass im Ausgangspunkt auf die (guten) Jahren 2005 bis 2007 zurückgegriffen wurde und das damals hohe Volumen an Initial Public Offerings um einen Abschlag reduziert werden musste, weil sich infolge der danach eingetretenen Verluste bei der V... AG das Eigenkapital reduzierte und mit einem geringeren Eigenkapital auch nur ein geringeres Geschäftsvolumen erzielt werden kann. Dieser Begründungsansatz ist bereits mit Blick auf die bankaufsichtsrechtlichen Anforderungen überzeugend. Damit aber muss der Ansatz eines Volumens von € 150 Mio. für den Bereich der Initial Public Offerings mit einer Marge von 3,5 % als realistischer Ansatz für die Ewige Rente angesehen werden. Bei der Berechnung des Provisionsergebnisses wurden dann weiterhin die Ergebnisse aus den anderen Bereichen wie Vollbanklizenz, Beratung, Research und Asset Management einbezogen, die allerdings volumenmäßig keine so große Rolle spielen.

Demgegenüber konnte im Bereich des Designated Sponsoring von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden, der in der Detailplanungsphase mit einer Ausweitung der Mandate von 60 bis 70 konkret geplant war. Ebenfalls konnte von einem normalisierten Zustand beim Zins- wie auch beim Handelsergebnis ausgegangen werden, wobei allerdings auch hier nicht lediglich die Annahmen aus der Detailplanungsphase fortgeschrieben wurden.

In ihrem Prüfungsbericht führten die Abfindungsprüfer demgemäß aus, zur Plausibilisierung des angesetzten nachhaltigen Ergebnisses die nachhaltigen Ergebnisse in Relation zum vorhandenen operativen Eigenkapital gesetzt und mit den in der Vergangenheit erzielten Margen verglichen zu haben. Sodann führten sie aus, die angesetzten nachhaltigen Margen mit 57 % bzw. 21 % lägen nicht unter den in den Jahren 2005 bis 2007 erzielten Margen, weshalb es keine Anhaltspunkte dafür gebe, eine innerhalb realistischer Bandbreiten liegende Alternativplanung der V... AG könne zur einer höheren als der angebotenen Abfindung führen.

Eine Korrektur der Abfindung ist auch nicht mit Blick auf die Verlustvorträge gerechtfertigt, nachdem diese vollständig berücksichtigt wurden. erläuterte, dass sowohl der tatsächliche Verlust aus dem Rumpfgeschäftsjahr zum 30.6.2008 wie auch die geplanten Verluste aus der Phase I sowohl bei der Körperschaftssteuer als auch der Gewerbesteuer vollständig berücksichtigt wurden. Dies geschah dergestalt, dass bis 2013/2014 die Verlustvorträge das zu versteuernde Ergebnis verminderten. Da sie im Planungszeitraum indes nicht vollständig aufgebraucht werden können, er-

folgte im nachhaltigen Ergebnis der Ewigen Rente eine annuitätische Abbildung; die Verlustvorträge wurden als Nebenrechnung in der Ewigen Rente dargestellt. Die durchaus denkbare Alternative einer Berücksichtigung als Sonderwert hätte indes zu keinem anderen Ergebnis geführt. Die Vorgehensweise im Bewertungsgutachten sowie seitens der Abfindungsprüfer ist nicht zu beanstanden.

- (2) Für eine Korrektur der angenommenen Thesaurierungs-/bzw. Ausschüttungsannahmen sieht die Kammer keinen Anlass.
 - (a) Dabei ist in der Detailplanungsphase von der konkreten Planung der jeweiligen Gesellschaft auszugehen, die hier bedingt durch die Auswirkungen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise nachvollziehbar von einem Verlust ausging, weshalb der Ansatz einer vollständigen Thesaurierung der im letzten Planjahr geplanten Überschüsse nachvollziehbar ist. Dabei ist insbesondere zu berücksichtigen, dass eine Bank, deren Tätigkeitsbereich im Bereich des Investmentbanking liegt, eine Stärkung ihrer Eigenkapitalbasis benötigt, nachdem ausschließlich die absolute Höhe des Eigenkapitals für die aufsichtsrechtlich zulässige Übernahme von Geschäftsvolumina über Risikoaktiva maßgeblich ist. Anderenfalls könnte die V... AG nur mehr in geringerem Umfang größere und mittlere Mandate übernehmen, weil es der Vorfinanzierung des Emissionsvolumens bedarf und die Höhe des Eigenkapitals hier einen limitierenden Faktor darstellt. Demgemäß können ohne die Thesaurierung des Jahresüberschusses des letzten Planjahres keine höheren Jahresüberschüsse erzielt werden.

- (b) In der Phase der Ewigen Rente ist grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens derjenigen einer Alternativanlage entspricht, sofern nicht Besonderheiten der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563). In der Ewigen Rente war daher zunächst die aufsichtsrechtlich notwendige Thesaurierung zu berücksichtigen, die deshalb erfolgen muss, weil implizit mit steigenden Erträgen aus den wachsenden Emissionsvolumina zu rechnen ist. Demgemäß müssen zwingend die aufsichtsrechtlichen Thesaurierungsvorgaben in Ansatz gebracht werden. Dies ist nach Auskunft der Abfindungsprüfer ordnungsgemäß erfolgt. Bezüglich des verbleibenden Restes des Jahresüberschusses kann dann aber auf die Alternativanlage abgestellt werden, bei der die Abfindungsprüfer von einem Verhältnis von 50 : 50 hinsichtlich Ausschüttung und Thesaurierung ausgingen. Auf diese Weise kann namentlich auch dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Unternehmensplanung regelmäßig nur die Detailplanungsphase abdeckt und nicht weit in die Zukunft reicht, weshalb eine bisherige Ausschüttungspolitik grundsätzlich nicht auf Dauer perpetuiert werden kann (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563). Dieser Ansatz einer Thesaurierungsquote von 50 % entspricht der üblichen Praxis, wie sie bei börsennotierten Gesellschaften im Durchschnitt zu beobachten ist. Dabei kann eine niedrigere Ausschüttungsquote – wie der Kammer aus anderen Spruchverfahren bekannt ist – vor allem bei Unternehmen beobachtet werden, die in einer dynamischen Wachstumsbranche tätig und daher vergleichsweise höheren Risiken unterworfen sind. Nachdem in der Ewigen Rente von einem normalen Verlauf ausgegangen wird und die V... AG

weder über- noch unterdurchschnittlich großen Risiken ausgesetzt ist, konnte der Durchschnittswert angenommen werden.

- b. Soweit die Höhe des Kapitalisierungszinssatzes gerügt wurde, der nach Steuern in der Detailplanungsphase mit 7,63 % und in der Ewigen Rente ab 2011/2012 mit 6,63 % angesetzt wurde, kann dies auch unter Berücksichtigung des aufgrund der Überleitungsvorschrift in Artikel 111 FGG-RG anwendbaren Amtsermittlungsgrundsatzes aus §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 12 FGG nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung führen, ohne dass es einer weiteren Beweisaufnahme durch Einholung eines Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen bedürfte.

Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes durften persönliche Ertragsteuern berücksichtigt und demgemäß der Kapitalisierungszinssatz gekürzt werden. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln, wobei der Ansatz eines typisierten Einkommensteuersatzes von 26,375, der sich aus dem allgemeinen Steuersatz für Einkünfte aus Kapitalvermögen in Höhe von 25 % sowie dem Solidaritätszuschlag von 5,5 % zusammensetzt, nicht zu beanstanden ist.

- (1) Der Basiszinssatz wurde dabei auf der Basis täglicher Zinsstrukturkurven aus aktuellen Schätzungen der Deutschen Bundesbank für drei Monate bis zum 16.12.2008 unter Annahme einer Wachstumsrate von 1% abgeleitet und nach Rundung auf 4,25 % festgesetzt. Er bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurven

turkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1850 = ZIP 2009, 2339, 2341; AG 2007, 411, 412; BB 2007, 2395, 2396 = AG 2008, 28, 30; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 4. Aufl., S. 383 ff.; Wagner/J.../Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1015 f.). Soweit seitens der Antragsteller teilweise verlangt wird, es müsse auf den aktuellen niedrigeren Zinssatz langfristiger Bundesanleihen am Stichtag der Hauptversammlung abgestellt werden, kann dem nicht gefolgt werden. Dies übersieht, dass bei der Festlegung des Basiszinssatzes auf die Laufzeitäquivalenz zu achten ist. Beim Rückgriff auf öffentliche Anleihen mit begrenzter Laufzeit ist nämlich dann auch die erforderliche Wiederanlage zu berücksichtigen, weil auf der anderen Seite von einer unbegrenzten Lebensdauer der Unternehmen ausgegangen wird (vgl. nur BayObLG NZG 2001, 1033, 1035; OLG München AG 2007, 246, 248).

Der Umstand, dass zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung angesichts der damaligen Entwicklung des Zinsniveaus der Basiszinssatz nur mehr 4 % betrug, rechtfertigt nicht die Annahme der Unangemessenheit der Barabfindung, die unter B. II. 2. (3) (d) noch erläutert werden wird.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes wird der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht. Dies ist erforderlich, weil sich der Basiszinssatz auf festverzinsliche Anleihen bezieht, die als sicher gelten, der Markt andererseits demgegenüber für die In-

vestition in Unternehmensbeteiligungen angesichts der Unsicherheit ihrer Wertentwicklung einen Zusatznutzen (Prämien, Zuschlag) erwartet, der dieses Risiko ausgleicht (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1840 = ZIP 2009, 2339, 2341; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 133 = NZG 2007, 112, 116; BayObLG AG 2006, 41, 43). Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt. Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein andere Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere; demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Rdn. 126 zu § 305; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

In Übereinstimmung mit der Rechtsprechung des OLG München hat die Kammer indes erhebliche Bedenken, inwieweit das (Tax-)CAPM in seiner konkret angewandten Form mit Anwendung eines arithmetischen Mittels anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages wie insbesondere auch der pauschalen Festlegung aufgrund von Erfahrungswerten tatsächlich so überlegen ist, wie dies vielfach angenommen wird. Auch beim (Tax-)CAPM hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine mathematisch exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dasselbe gilt für die Auswahl der Parameter, welche die Marktrisikoprämie und den Beta-Faktor entscheidend beeinflussen. Gerade beim Rückgriff auf eine Peer Group muss der Bewerter eine Einschätzung vornehmen, welche Unternehmen im Einzelnen vergleichbar sind (vgl. zu der Kritik nur OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Beschluss vom 2.4.2008, Az. 31 Wx 85/06; Reuter AG 2007, 1, 5; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., Rdn. 669; Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f.).

Weitere Bedenken gegen die Anwendung des (Tax-)CAPM jedenfalls in der Form, wie es vom IDW S1 vorgegeben wird und auch vorliegend angewandt wurde, ergeben sich aus der Anwendung des arithmetischen Mittels zur Berechnung der Marktrisikoprämie mit einer jährlich erfolgenden vollständigen Umschichtung des Aktienportfolios. Insoweit sieht die Kammer einen nicht unerheblichen Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit. Demgemäß gibt es empirische Studien, die für die steuerliche Behandlung unter der Geltung des aktuellen Steuermodells mit der Abgeltungssteuer einschließlich der Versteuerung auch von Veräußerungsgewinnen von einer sehr viel längeren durchschnittlichen Haltedauer der Aktien ausgehen. Gerade auch deshalb sprechen zumindest gute Gründe dafür, dass geometrische Mittel zumindest ergänzend heranzuziehen, bei dem nur die erwirtschafteten Renditen (Dividenden, Kursgewinne) wieder angelegt werden. Denkbar wäre auch, zur Ermittlung der Marktrisikoprämie einen Mittelwert zwischen dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel heranzuziehen.

- (3) Für die Ewige Rente wurde ein Wachstumsabschlag von 1 % angesetzt. Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben werden können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte

Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen. (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227).

Mit dem Ansatz eines Wachstumsabschlages von 1 % ist der Chance eines inflations- bzw. volumenindizierten Ergebniswachstums angesichts des Marktumfeldes und der zu erwartenden (niedrigen) Inflationsrate hinreichend Rechnung getragen. Daher musste insbesondere den besonderen Marktverhältnissen mit einem höher gewordenen Wettbewerbsdruck Rechnung getragen werden, wie dies bereits oben dargestellt wurde. Angesichts dieses erhöhten Wettbewerbsdrucks auf die V... AG kann nicht zwangsläufig davon ausgegangen werden, dass insbesondere inflationsbedingt steigende Kosten in vollem Kunden auf die Kunden umgelegt werden könnten. Dem kann auch nicht entgegengehalten werden, es komme zu einem Rückgang der realen Gewinne der Gesellschaft. Aufgrund der Möglichkeit von externem Wachstum sowie dem Hinzutreten neuer Unternehmen in den Markt ist es durchaus plausibel anzunehmen, die Gewinne der altern Unternehmen gingen unter gleichzeitiger Ausklammerung externer Kapitalzufuhr real zurück, wenngleich die Gewinne über den gesamten Unternehmenssektor gemessen anhand eines normierten Preisniveaus steigen (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 427, 437).

- (4) Eine Beweisaufnahme zur Höhe des Kapitalisierungszinssatzes ist nach den von den Abfindungsprüfern vorgelegten Alternativberechnungen nicht geboten. Die Kammer hält es für ausgeschlossen, dass selbst bei einer vorzunehmen Herabsetzung des Basiszinssatzes auf 4 % vor Steuern ein Kapitalisierungszinssatz erreicht wird, der dann einen Risikozuschlag von ca. 2,6 % erfordern

würde, um einen Wert zu erreichen, der über der angebotenen Barabfindung, die anhand des Börsenkurses ermittelt wurde, liegt. Unter Berücksichtigung der Strukturen der V... AG erachtet dies die Kammer insbesondere auch aus den Erfahrungen in einer Vielzahl von Spruchverfahren heraus für ausgeschlossen. Die Risiken der V... AG entsprechen in etwa den allgemeinen Risiken des Marktes, wie sich auch aus dem Ansatz eines Beta-Faktors von 1,0 ergibt.

Die Beherrschungssituation rechtfertigt dabei gerade nicht den Ansatz eines niedrigeren Beta-Faktors und damit im Rahmen des als Anhaltspunkt zu berücksichtigenden (Tax-)CAPM einen niedrigeren Risikozuschlag. Dieser muss vor allem auch das Risiko aus der Planung reflektieren, während bei einem Unternehmen, das einem anderen mittels Gewinnabführungsvertrages verbunden ist, der Beta-Faktor nur mehr das Insolvenzrisiko des herrschenden Unternehmens reflektiert. Ebenso wenig spiegelt der Börsenkurs in einer derartigen Situation die künftige Planung wieder. Der Beta-Faktor soll das systematische Risiko einer Aktie messen; er beschreibt demgemäß, welche Änderung der Rendite der zu bewertenden Aktie bei einer Änderung der Rendite des Marktportfolios zu erwarten ist (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 420, 425). Auch wenn der Ansatz eines Beta-Faktors – wie oben ausgeführt – mit erheblichen Unsicherheiten behaftet ist, so kann andererseits nicht davon ausgegangen werden, dass er nahezu mit Null angesetzt werden kann. Dies hätte nämlich zur Folge, dass das Investment in ein Unternehmen faktisch dieselbe Sicherheit böte wie festverzinsliche (deutsche) Staatsanleihen. Gegen die Richtigkeit einer derartigen Annahme sprechen schon die durchaus volatilen Ergebnisse in den Jahren 2005 bis 2007 sowie namentlich auch die Planannahmen in den drei Jahren der Phase I bei der V... AG.

Durch den Unternehmensvertrag wird der Charakter einer Aktie als Risikopapier, das keine feste Verzinsung des Kapitals vorsieht, nicht verändert (vgl. BGH ZIP 2006, 663, 664). Das Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages oder wie hier nur eines Gewinnabführungsvertrages ändert nichts daran, dass der Anleger von einer Investition in ein Unternehmen aufgrund der damit verbundenen Risiken eine höhere Rendite erwartet als von einer Anlage in ein sicheres Wertpapier (vgl. OLG München, Beschluss vom 2.4.2008, Az. 31 Wx 85/06). Ein Risikozuschlag von 2,6 % würde einen Beta-Faktor von 0,58 bedingen – mithin ein weit unterdurchschnittliches Risiko. Dies lässt sich bei einer Gesellschaft, deren Tätigkeitsschwerpunkt in dem äußerst schwankungsanfälligen Kapitalmarktumfeld des Investmentbanking liegt, nicht begründen.

Der Ansatz des unternehmenseigenen Beta, das bei nahezu Null anzusetzen ist, wie im Termin vom 7.4.2011 überzeugend erläutert hat, kommt vorliegend nicht in Betracht. Der Beta-Faktor muss nämlich das Risiko aus der Planung reflektieren. Es wird daher in der Vergangenheit nach ähnlichen Geschäftsmodellen gesucht. Eine Peer-Group wird dann herangezogen, wenn der unternehmenseigene Beta-Faktor das Risiko nicht reflektiert. Bei beherrschten Unternehmen schwankt der Börsenkurs kaum; daher geht das Beta nahezu gegen Null. In einer Beherrschungssituation muss daher auf eine Peer-Group zurückgegriffen werden.

- c. Die Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens einschließlich von Sonderwerten kann nicht beanstandet werden.
 - (1) Eine Berücksichtigung der Verlustvorträge als Sonderwert konnte nicht erfolgen, nachdem diese ausweislich der Ausführungen des

Abfindungsprüfers im Termin vom 7.4.2011 bereits als Nebenrechnung in die Ewige Rente eingeflossen sind, nachdem sie bis 2013/2014 das zu versteuernde Ergebnis mindern. Die denkbare Alternativlösung des Ansatzes eines Sonderwerts hätte zu keinem anderen Ergebnis geführt; eine doppelte Berücksichtigung ist unzulässig.

- (2) Ebenso wenig konnte die Rückführung der an die „A... S... GmbH“ ausgereichten Darlehen als Sonderwert angesetzt werden, weil dies bereits bei der Planung der V... AG angesetzt wurde und damit im Rahmen der Ermittlung des Ertragswertes Berücksichtigung fand. Daher musste für diese Gesellschaft kein weiterer Sonderwert angesetzt werden, nachdem insbesondere auch die Berücksichtigung von Korrekturen bei der Abschreibung nicht veranlasst war, wie bereits oben unter B I. 2. a. (1) (f) begründet wurde.
- (3) Die bei der V... AG vorhandenen liquiden Mittel mussten nicht als nicht betriebsnotwendiges Vermögen angesetzt werden. Der Abfindungsprüfer erläuterte nachvollziehbar, warum es bei einer Bank letztlich keine nicht betriebsnotwendige Liquidität geben könne. Er verwies insbesondere auf die Notwendigkeit des Vorhandenseins von Liquidität zur Durchführung der Geschäfte zur Übernahme der Aktien. Zur Durchführung eines größeren Geschäftsvolumens benötigt die Gesellschaft folglich mehr Liquidität; angesichts dessen ist bei einer Bank jede Form von Liquidität betriebsnotwendig und wirkt sich im Ertragswert aus, nicht jedoch als nicht betriebsnotwendiges Vermögen.
- (4) Die Werte der Beteiligungen an den Gesellschaften, die im nicht betriebsnotwendigen Vermögen angesetzt wurden, wurden in nicht zu beanstandender Art und Weise ermittelt, wenn der jeweils

höchste Wert von anteiligem Eigenkapital, Buchwert, aktuellem Börsenkurs und gewichtetem Börsenkurs ermittelt wurde. Dieser Ansatz des höchsten Wertes – bei der J... f... & m... AG € 2.633.000,--, der E... S... AG € 2.247.000,-- und der F... GmbH & Co. KGaA € 911.000,-- - wirkt sich für die Minderheitsaktionäre günstig aus.

Die Ermittlung des Ertragswertes und damit verbunden namentlich eine Überprüfung von Planungsentscheidungen konnten bei diesen Gesellschaften nicht erfolgen. Die V... ist bei diesen Gesellschaften lediglich Aktionärin mit Anteilen von 67,81 %, 8,82 % bzw. 49,06 %. Demgemäß ist sie auf die Auskunftsrechte aus § 131 Abs. 1 AktG angewiesen. Aus den in einer Hauptversammlung zu erteilenden Auskünften lässt sich indes ein Ertragswert dieser Gesellschaften nicht ermitteln, zumal bei wesentlichen Punkten der Ertragsplanung für die kommenden Jahre kein Bezug zur Tagesordnung bestehen wird und weiterhin bei besonders sensiblen Themen ein Auskunftsverweigerungsrecht aufgrund von § 131 Abs. 3 AktG nicht ausgeschlossen werden kann. Diese Erwägungen gelten namentlich auch für die Mehrheitsbeteiligung an der J... f... & m... AG, weil auch der Mehrheitsaktionär auf die Rechte aus § 131 Abs. 1 Satz 1 AktG beschränkt ist und andernfalls der Vorstand den anderen Aktionären aufgrund von § 131 Abs. 4 AktG gleichfalls Auskunft erteilen müsste (vgl. BayObLGZ 2002, 227, 229; Kubis in: Münchener Kommentar zum AktG, 2. Aufl., Rdn. 143 zu § 131; Siems in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rdn. 78 zu § 131; Spindler in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 101 zu § 131; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 5 zu § 312; Habersack/Verse AG 2003, 300, 307). Die zum Teil vertretene Gegenansicht, §§ 311 ff. AktG begründe schon bei bloßer Abhängigkeit eine Mehrheitsbeteili-

gung, weshalb § 131 Abs. 4 AktG unanwendbar sei (so Hüffer, AktG, 9. Aufl., Rdn. 38 zu § 131; Pentz ZIP 2007, 2298, 2301) überzeugt demgegenüber nicht, weil anders als im Vertragskonzern und auch im faktischen Konzern es an der Konzernleitung als sachlicher Rechtfertigung für die mit den Eingriffsbefugnissen und -sanktionen zwangsläufig einhergehenden Informationsprivilegien fehlt. Für eine faktische Konzernierung der J... f... & m... AG gibt es im Vortrag der Beteiligten keine hinreichenden Anhaltspunkte. Für die beiden anderen Gesellschaften gilt dies erst Recht, weil dort die Beteiligung knapp oder deutlich unter der Schwelle von 50 % liegt.

- (5) Die Kammer sieht auch keine Anhaltspunkte dafür, die Beteiligung mit einem Anteil von 44,8 % an der in der Schweiz ansässigen T... I... AG sowie von 48,75 % an der gleichfalls schweizerischen T... C.... M... AG höher zu bewerten als geschehen. Auch hier ist zu berücksichtigen, dass der V... AG nach schweizerischem Aktienrecht ein Anspruch auf Auskunft und Einsicht nicht zusteht. Aufgrund der maßgeblichen Regelung in Artikel 697 Abs. 1 schweizer OR ist jeder Aktionär berechtigt, an der Generalversammlung vom Verwaltungsrat Auskunft über die Angelegenheiten der Gesellschaft und von der Revisionsstelle über Durchführung und Ergebnis ihrer Prüfung zu verlangen. Nach Absatz 2 dieser Vorschrift ist die Auskunft insoweit zu erteilen, als sie für die Ausübung der Aktionärsrechte erforderlich ist und kann verweigert werden, wenn durch sie Geschäftsgeheimnisse oder andere schutzwürdige Interessen der Gesellschaft gefährdet werden. Die Geschäftsbücher und Korrespondenzen können nach Art. 697 Abs. 3 schweizer OR nur mit ausdrücklicher Ermächtigung der Generalversammlung oder durch Beschluss des Verwaltungsrates und unter Wahrung der Geschäftsgeheimnisse eingesehen werden. Es ist vorliegend

bereits nicht erkennbar, dass Informationen, die der Ermittlung des Ertragswerts der Gesellschaft, die der Ermittlung des Wertes der Aktionärin in einem anderen Verfahren dienen können, für die Ausübung der Aktionärsrechte im Rahmen einer Gesellschafterversammlung der T... I...AG bzw. der T... C... M... AG erforderlich sein könnten. Abgesehen davon ist eine Ermächtigung der Generalversammlung oder ein Beschluss des Verwaltungsrates der Gesellschaft nicht erkennbar. Ebenso ist wie auch bei der Anwendung von § 131 AktG das Auskunftsverweigerungsrecht nach Art. 697 Abs. 2 Satz 2 schweizer OR zu beachten.

- (6) Der Wert von Marken kann gleichfalls nicht als Sonderwert berücksichtigt werden. Die Marken dienen unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 14093/09, S. 41; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).
- (7) Soweit vereinzelt der Ansatz eines negativen Wertes eines Zinssicherungsgeschäftes im nicht betriebsnotwendigen Vermögen als unzureichend erläutert gerügt wurde, hat die Kammer aufgrund der Ausführungen in der Antragserwiderung bereits keine Bedenken daran, dass dieser Ansatz ordnungsgemäß gewählt wurde. Der so erläuterte Wert wurde insbesondere vom Antragstellerin zu 31) so dann nicht mehr bestritten, weshalb der entsprechende Vortrag der Antragsgegnerin als zugestanden gilt. Das Zinssicherungsgeschäft wurde in Höhe des Fair Value als Sonderwert ausgewiesen. Es ist nicht erkennbar, inwieweit der Bewertungsansatz nach IAS 39 unter Berücksichtigung der Bankauskunft vom 01.11.2008, auf die

insbesondere im Bewertungsgutachten auf Seite 52 hingewiesen wurde, unsachgemäß sein könnte. Angesichts dessen kommt es bereits nicht mehr darauf an, ob die entsprechende Rüge tatsächlich nicht hinreichend substantiiert vorgetragen wurde.

- d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sowie von Maßnahmen, die auf das Spruchverfahrensgesetz gestützt werden könnten, sind nicht geboten.
 - (1) Die Einholung eines weiteren Gutachtens eines vom Gericht beauftragten Sachverständigen ist bei dieser Sachlage auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 12 FGG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht erforderlich. Dies wird namentlich nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre erfordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach § 327 c Abs. 2 Satz 4 AktG in Verbindung mit §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.;

OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 21 zu § 8).

Die Abfindungsprüfer und haben überzeugend dargelegt, warum die Planung als plausibel angesehen werden muss. Die Kammer hat keine Zweifel an ihrer Fachkompetenz. In dem Termin zu ihrer Anhörung haben sie sich ausführlich und eingehend mit den vorgetragenen Rügen und deren Argumenten auseinandergesetzt und widerspruchsfrei und sachkundig hierzu Stellung genommen. Auch deshalb besteht kein Anlass für die Einholung eines weiteren Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen. Wie bereits ausgeführt wurde, kann der Kapitalisierungszinssatz nicht so weit herabgesetzt werden, dass ein Wert herauskäme, der über dem Börsenkurs liegen würde.

Die Kammer hat keine Zweifel daran, dass der Bericht der Abfindungsprüfer von ordnungsgemäß erstellt wurde. Er enthält die vom Gesetz in §§ 327 c Abs. 2 Satz 2 und 4, 293 e AktG geregelten Inhalte und ermöglicht es den Aktionären ebenso wie der von der Antragsgegnerin erstellte schriftliche Bericht im Sinne des § 327 c Abs. 2 Satz 1 AktG, ein Urteil über die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung zu bilden (vgl. hierzu nur Holzborn/Müller in: Bürgers/Körber, AktG, 2. Aufl., Rdn. 5 zu § 327 c).

- (2) Für weitergehende Anordnungen nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG ist kein Raum, weil die Voraussetzungen dieser Vorschrift in keinem Fall erfüllt sind. Der Antragsgegner hat nach dieser Vorschrift sonstige – also nicht bereits aufgrund von § 7 Abs. 3 SpruchG vorgelegte – Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen des Antragstellers oder des Vorsitzenden

dem Gericht und gegebenenfalls einen vom Gericht bestellten Sachverständigen unverzüglich vorzulegen.

Die Antragsgegnerin ist nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der . sowie vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 58 zu § 7; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 8 zu § 7 SpruchG). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i. V. m. § 12 FG in jedem Fall zu folgenden sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie desjenigen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie

haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puskajler in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Aufl., Rdn. 57 zu § 7; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 13 zu § 7 SpruchG). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

3. Eine Korrektur des so über den Börsenkurs ermittelten Unternehmenswertes ist auch nicht aufgrund anderer Erwägungen und Vergleichsparameter nicht veranlasst.
 - a. Die im Gewinnabführungsvertrag vom 16.7.2008, dem die Hauptversammlung dieser Gesellschaft am 28.8.2008 zustimmte, festgesetzten Kompensationsleistungen von Ausgleich und Abfindung rechtfertigen nicht den Ansatz der Unangemessenheit der Barabfindung.
 - (1) Der Ansatz einer Verrentung des Ausgleichsanspruches aus dem Gewinnabführungsvertrag stellt sich nicht als geeigneter Weg dar, um die angemessene Barabfindung zu bestimmen. Soweit hier in Rechtsprechung und Literatur eine abweichende Auffassung vertreten wird (vgl. insbesondere OLG Frankfurt NZG 2010, 664, 665; Leyendecker NZG 2010, 927 ff.) vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Die Annahme der Verrentung des Ausgleichsanspruches widerspricht zum einen dem Stichtagsprinzip. Die Abfindung nach § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG muss die Verhältnisse der Gesellschaft

zum Stichtag der Hauptversammlung berücksichtigen, während der der entsprechende Beschluss über den Squeeze Out gefasst wird. Bei einer Verrentung des Barwerts des Ausgleichs käme es dagegen zum einen zu einer Zementierung der Verhältnisse der Hauptversammlung, die über den Gewinnabführungsvertrag zu einem früheren Zeitpunkt beschlossen hat. Veränderungen im Unternehmenswert aufgrund der Konzernierung liegen im Risikobereich des Aktionärs, der sich für den Ausgleich entschließt. Zum anderen fließen in die Festlegung des Ausgleichs nicht die Vermögenswerte ein, die keinen Einfluss auf den Unternehmensertrag haben; bei der Festsetzung des Ausgleichs wird nämlich das nicht betriebsnotwendige Vermögen nicht berücksichtigt. Die Möglichkeiten der Veräußerung nicht betriebsnotwendigen Vermögens, der Auflösung stiller Reserven sowie die Abführung an sich anfallender Gewinne müssen nicht dazu führen, dass solche Vermögenswerte zum maßgeblichen Stichtag dem abhängigen Unternehmen bereits tatsächlich entzogen worden wären. Die Beschränkung der Barabfindung auf den Kapitalwert des Ausgleichs wird somit insbesondere auch nicht dem Grundsatz gerecht, dass der volle Wert der Beteiligung am Unternehmen zu entschädigen ist. Deshalb kann der Barwert des Ausgleichs auch nicht als Untergrenze der Barabfindung beim Squeeze Out herangezogen werden. Wer den Ausgleich wählt, ist Inhaber eines Anteils dessen Wert durch die Ergebnisse und den Verlauf des Unternehmensvertrages bestimmt sind (wie hier OLG München ZIP 2007, 375, 376; Popp AG 2010, 1, 8 ff.; Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 4 zu § 327 b).

- (2) Etwas anderes lässt sich auch nicht aus der insbesondere von den Antragstellern zu 12) bis 16) angeführten Überlegung ableiten, die Barabfindung sei unangemessen, weil die Erhöhung im Vergleich zum Gewinnabführungsvertrag um lediglich 4 Cent nicht ausrei-

che, weil bereits die pro rata temporis zu zahlende Ausgleichszahlung höher liege. Zum einen ist die Höhe der im Gewinnabführungsvertrag angebotenen Abfindung im Sinne des § 305 AktG für die Angemessenheit der Barabfindung beim Squeeze Out ohne Bedeutung. Als schuldrechtlicher Anspruch auf der Grundlage des Gewinnabführungsvertrages besteht der Abfindungsanspruch aus § 305 neben dem Barabfindungsanspruch bis zum Ende der Annahmefrist des § 305 Abs. 4 Satz 3 AktG fort. Die Selbständigkeit des Barabfindungsanspruches aus § 327 a Abs. 1 AktG zeigt sich namentlich auch aus der Systematik der Entschädigungsregelungen. Die Höhe des Barabfindungsanspruches nach § 327 a Abs. 1 AktG berechnet sich nach den Verhältnissen der Gesellschaft zum Zeitpunkt des Squeeze Out-Beschlusses, während für Abfindung und Ausgleich nach §§ 304, 305 AktG der Tag der Zustimmung der Hauptversammlung zum Unternehmensvertrag maßgeblich ist. Damit aber kompensiert die Barabfindung aus § 327 Abs. 1 AktG nur den Verlust einer Rechtsposition, die durch das Bestehen eines Unternehmensvertrages geprägt ist (vgl. OLG Düsseldorf NZG 2007, 36, 38 f. = AG 2007, 325, 327 f. = ZIP 2006, 2379, 2381 = WM 2006, 2219, 2223 ff = DB 2006, 2391, 2394). Zum anderen vermag die Kammer das Argument der Antragsteller zu 12) bis 16), für das laufende Geschäftsjahr stehe den ausgeschlossenen Minderheitsaktionären ein zeitanteiliger Ausgleichsanspruch zu, mit Blick auf die jüngsten Entwicklungen in der Rechtsprechung jedenfalls nicht zu teilen. Ein Minderheitsaktionär hat nämlich weder ganz noch teilweise einen Anspruch auf Zahlung des festen Ausgleichs für ein Geschäftsjahr, wenn der Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär zu übertragen, vor dem Entstehen des Anspruchs auf die Ausgleichszahlung – mithin vor dem Ende der auf ein Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft – in das Han-

delsregister eingetragen wird. Aus dem Zweck des Ausgleichsanspruches, den Verlust der mitgliedschaftlichen Vermögensrechte auszugleichen und den Anspruch auf Zahlung der Dividende zu ersetzen, folgt nämlich, dass der Anspruch auf Zahlung des jährlichen festen Ausgleichs grundsätzlich mit dem Ende der auf ein Geschäftsjahr folgenden ordentlichen Hauptversammlung der abhängigen Gesellschaft entsteht, soweit im Gewinnabführungsvertrag zugunsten der außen stehenden Aktionäre nichts anderes vereinbart ist (vgl. BGH NZG 2011, 701 f. = AG 2011, 514 f. = NJW-RR 2011, 1119, 1120 f. = Der Konzern 2011, 290, 291 f. = DB 2011, 1385, 1386 f. = DB 2011, 1742 f. = MDR 2011, 1053 f.; OLG München ZIP 2007, 582; OLG Köln ZIP 2010, 519, 521; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Rdn. 108 zu § 304; Hüffer, AktG, a. a. O., Rdn. 13 zu § 304; Stephan in: Schmidt/Lutter, AktG, a. a. O., Rdn. 35 zu § 304; Tebben AG 2003, 600, 601). Der teilweise hierzu vertretenen Gegenansicht (vgl. Meilicke: in Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., Rdn. 12 zu § 304; Wackerbarth EWiR 2010, 377) kann unter Aufgabe der auch früher von dieser Kammer vertretenen Rechtsauffassung (vgl. LG München I AG 2006, 551, 552 f.) nicht gefolgt werden, nachdem der Anspruch auf die jährliche Ausgleichszahlung gerade nicht schon mit der Feststellung des Jahresabschlusses entsteht, auch wenn zu diesem Zeitpunkt der Anspruch des herrschenden Unternehmens auf die Gewinnabführung entstehen wird. Eine Gleichbehandlung der außenstehenden Aktionäre mit dem herrschenden Unternehmen ist weder möglich noch notwendig, wenn ein Jahresgewinn nicht immer erzielt und ein vorläufiger Verlustausgleichsanspruch der abhängigen Gesellschaft bereits mit dem Bilanzstichtag fällig wird. Der aus dem Verfahren vor dem Landgericht München I, Az.: 5HK O 2124/09 gerichtsbekannte Gewinnab-

führungsvertrag enthält keine von diesen Grundsätzen abweichende Regelung.

Angesichts dessen ist die Barabfindung nach § 327 a Abs. 1 AktG auch insoweit unabhängig von dem festgesetzten Ausgleich als ein Vergleich der Erhöhung der Barabfindung im Vergleich zur Abfindung aus dem Gewinnabführungsvertrag nicht mit einer pro rata temporis zu zahlenden Ausgleichszahlung in Relation gesetzt werden kann.

- (3) Da der Ausgang dieses Verfahrens somit unabhängig von der Frage ist, inwieweit es in dem Verfahren vor dem Landgericht München I Az.: 5HK O 2194/09 es zu einer Erhöhung der dort streitgegenständlichen Kompensationsleistungen kommt, kommt eine Aussetzung dieses Verfahrens gemäß § 148 ZPO analog nicht in Betracht.

- b. Die Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung lässt sich auch nicht unter Zugrundelegung des Liquidationswertes der V... AG in Frage stellen.

Der Ansatz des Liquidationswertes geht von einer Zerschlagung des Unternehmens aus, wobei dann die einzelnen Vermögensgegenstände mit den im Rahmen der Auflösung des Unternehmens erwarteten Verwertungserlösen bewertet werden. Dann sind allerdings neben der Bereinigung der Schulden auch sämtliche durch die Liquidation bedingten zusätzlichen Belastungen zu berücksichtigen wie beispielsweise Kosten aus der vorzeitigen Auflösung von Dauerschuldverhältnissen, Abfindungen oder Kosten des Abwicklungsvorgangs selbst. Ist der so ermittelte Liquidationswert höher als die Summe aus dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens zuzüglich des Liquidationswertes des

nicht betriebsnotwendigen Vermögens, so sind die Aktionäre nach einer zum Teil vertretenen Auffassung auf der Basis des Wertes zu entschädigen, der sich ergeben würde, wenn das gesamte Unternehmen zum Stichtag liquidiert worden wäre (vgl. BayObLG NJW-RR 1997, 34, 35 = AG 1995, 509, 510; wohl auch Piltz/Hannes in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1012). Sowohl das Bewertungsgutachten wie auch der Prüfungsbericht von W... gelangen zu dem Ergebnis, der Unternehmenswert der V... liege deutlich über dem Liquidationswert. Angesichts dessen wird davon auszugehen sein, dass selbst bei Relevanz des Liquidationswertes bei geplanter Unternehmensfortführung kein höherer Wert als der Börsenwert der V... angenommen werden kann.

Da der Liquidationswert nach den Erkenntnissen der beiden involvierten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften vorliegend auch unter der angebotenen Barabfindung liegt, muss die Kammer nicht abschließend entscheiden, inwieweit dieser Wert überhaupt dann zur Anwendung gelangt, wenn eine Fortführung des Unternehmens geplant ist und nicht deren Liquidation und wenn keine finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht untervertretbar ist und der Unternehmer dem Anspruchsgegner auch nicht zur Betriebsliquidation verpflichtet war (vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2004, 753, 757 f. = NZG 2005, 280, 284 = AG 2004, 324, 327 f.; Riegger in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Auf., Anh. § 11 Rdn. 47). Dabei sprechen gute Gründe für die letztgenannte Auffassung, weil bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Bei der Ermittlung des Liquidationswertes wären zudem die auf den Erlös anfallenden Steuern zu berücksichtigen gewesen. Wenn das Unternehmen zerschlagen wird, fallen auf die Differenz zu den niedrigeren Buchwerten Steuern an, die angesichts der Notwendigkeit der Erzielung der entsprechenden Veräußerungswerte im Falle einer hypothetischen Zerschlagung bei den Erträgen abzuziehen wären. Ohne den Abzug der auf Unternehmensebene anfallenden Ertragsteuern im hypothetischen Fall der Veräußerung bliebe man auf halbem Wege stehen, wenn man diese für den wirtschaftlichen Wert jener Vermögensgegenstände mitunter beträchtlichen Folgen ausblenden würde (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 379 = Der Konzern 2007, 356, 361 – N-Ergie; KG AG 2009, 199, 200).

- c. Der Substanzwert stellt keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne des § 327 b Abs. 1 Satz AktG dar und musste folglich nicht ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 543; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115).

III.

1. a. Die Entscheidung über die Kosten beruht hinsichtlich der Gerichtskosten auf § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Für eine Anwendung der Ausnahmebestimmung des § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Die Unbegründetheit beruht namentlich auf einer während der Rechtshängigkeit des Verfahrens eingetretenen Änderung der höchstgerichtlichen Rechtsprechung zu dem für die Ermittlung des Börsenkurses maßgeblichen Referenzzeitraum. Dem kann nicht entgegengehalten werden, es gebe bei der Frage der Angemessenheit oder Unangemessenheit der Abfindung gerade auch mit Blick auf § 287 ZPO und die jeder Prognose innewohnenden Unsicherheiten eine Bandbreite, innerhalb derer sich eine dann nur geringfügige Erhöhung nicht rechtfertigen lasse (vgl. BayObLG AG 2006, 41, 43; LG München I ZIP 2000, 1055, 1071; Der Konzern 2007, 137, 138; Puskajler ZIP 2003, 518, 519; Bungert BB 2003, 699, 701). Da der Börsenkurs eine vergleichsweise exakt zu ermittelnde Größe ist und sein Ansatz aus verfassungsrechtlichen Gründen zwingend geboten ist, hätte die Barabfindung bei Ansatz des früher auch vom BGH zugrunde gelegten Referenzzeitraums erhöht werden müssen.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 4 SpruchG Anwendung. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen wurde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit. Es muss nämlich auch hier berücksichtigt werden, dass nach der früher vom BGH und zumindest einem Teil der Oberlandesgerichte vertretenen Auffassung die Referenzperiode erst mit der Hauptversammlung endete und nicht schon mit der Bekanntgabe der Maßnahme; die Zugrundelegung der mit

der Hauptversammlung endenden Referenzperiode hätte zu einer höheren Barabfindung geführt. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jede Grundlage – nur in einem solchen Fall kann eine Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 21 zu § 15 SpruchG).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert beruht auf § 15 Abs. 1 Satz 2 2. Hs. SpruchG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,– festzusetzen, der auch für die Erstattung der Kosten des gemeinsamen Vertreters der nicht als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre maßgeblich ist.