Aktenzeichen:
31 O 38/16 KfHSpruchG

Landgericht Stuttgart

Beschluss

In dem Rechtsstreit

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht , Handelsrichter und Handelsrichter am 20. Dezember 2018 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller Ziff. 1, 55 und 56 werden als unzulässig zurückgewiesen.

2. Auf die Anträge der übrigen Antragsteller wird die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der VBH Holding AG zu leistende Abfindung auf 2,49 EUR pro Aktie festgesetzt. Dieser Betrag ist unter Anrechnung geleisteter Zahlungen ab dem 19. September 2016 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz zu verzinsen.

3. Von den Gerichtskosten tragen die Antragsteller Ziff. 1, 55 und 56 jeweils 1/63, jeweils gesamtschuldnerisch mit der Antragsgegnerin. Im Übrigen trägt die Antragsgegnerin die Gerichtskosten.

Die Antragsteller Ziff. 1, 55 und 56 tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst. Die Antragsgegnerin trägt die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendigen Kosten der übrigen Antragsteller, die nach den gesetzlichen Bestimmungen zu berechnende Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre sowie ihre eigenen außergerichtlichen Kosten.

4. Die Beschwerde wird zugelassen.

5. Der zur Berechnung der Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters wird auf 345.671,05 EUR festgesetzt.

Gründe:

A.

I. Sachverhalt

Gegenstand des vorliegenden Spruchverfahrens ist die Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung anlässlich der am 25. Juli 2016 beschlossenen Übertragung von Aktien der VBH Holding Aktiengesellschaft mit Sitz in Korntal-Münchingen auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin. Die Antragsteller begehren die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung.

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

a. VBH Holding Aktiengesellschaft

Die VBH Holding Aktiengesellschaft mit Sitz in Korntal-Münchingen (nachfolgend: „VBH" oder „Gesellschaft") ging aus der Fusion der Gottfried Schill KG und der Schippert & Stetter KG zur „VBH Vereinigter Baubeschlag Handel" im Jahr 1975 und der Integration der VBH-Gesellschaften in eine Aktiengesellschaft im Jahr 1988 hervor. Die Gesellschaft wurde 1988 als „Vereinigter Baubeschlag Handel Aktiengesellschaft" in das Handelsregister eingetragen und firmierte 1996 in „VBH Holding Aktiengesellschaft" um (zunächst HRB 3096 des Amtsgerichts Ludwigsburg, mit Übergang der Zuständigkeit für die Registerführung HRB 203096 des Amtsgerichts Stuttgart).

Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand lautet (auszugsweise) wie folgt (Übertragungsbericht Seite 9, vgl. bei den Akten befindliche gebundene Unterlagen zur außerordentlichen Hauptversammlung der VBH am 25. Juli 2016):

> „Gegenstand des Unternehmens ist die Leitung von Unternehmen und die Verwaltung von Beteiligungen sowie die Pflege und der Schutz von Marken und anderen gewerblichen Schutzrechten (geschäftsleitende Holding). Dies umfasst insbesondere den Erwerb, das Halten und Verwalten von Beteiligungen an Unternehmen jeder Art, insbesondere an Unternehmen, deren Gegenstand der Handel mit Baubeschlägen, Möbelbeschlägen, Werkzeugen, Maschinen, Bauelementen und Systemteilen, Spezialbeschlägen und verwandten Artikeln ist, deren Zusammenfassung unter einheitlicher Leitung sowie deren Unterstützung und Beratung einschließlich der Übernahme der zentralen Geschäftsführung und von Dienstleistungen für diese Unternehmen sowie die Lizenzvergabe betreffend Marken und sonstiger gewerblicher Schutzrechte ...".

Die VBH ist als Holding Obergesellschaft der VBH-Gruppe. Der VBH-Konzern agiert als Händler und Dienstleister in der Baustoffhandelsbranche. Kerngeschäft ist der Handel zwischen Komponentenherstellern und Verarbeitern der Fenster- und Türbranche. Der Konzern bietet neben Produkten auch Systeme und Serviceleistungen (insbesondere Kundenberatung und Baustelleneinweisungen) an. Die 1996 in den Konzern integrierte 100%ige Tochtergesellschaft esco Metallbaubeschläge GmbH, Ditzingen, bietet Systemlösungen für den Metall- und Stahlbau in den Bereichen Tür, Fenster und Fassade an. Zu den wesentlichen Kunden gehören Fenster- und Türhersteller, Metallbauer und Schlosser sowie Schreiner und Innenausbauer (vgl. Übertragungsbericht Seite 7; Bewertungsgutachten vom 14. Juni 2016 als Anlage zum Übertragungsbericht, nachfolgend „BewGA", Seite 12, 13, 14, 24).

Zum Produktspektrum der VBH gehören rund 300.000 Produkte (Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin vom 14. Juni 2016 als Bestandteil der bei den Akten befindlichen Unterlagen zur außerordentlichen Hauptversammlung 2016, nachfolgend „PB", Seite 29).

Im Jahr 1989 erfolgte der Börsengang der VBH. Die Aktien waren zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse im Teilsegment General Standard zugelassen und wurden in den Monaten vor dem Übertragungsbeschluss an den Börsen Berlin, Frankfurt, München, Stuttgart und über Xetra gehandelt (Übertragungsbericht Seite 7, 10; BewGA Seite 62; Bl. 132 d.A.).

1990 weitete die VBH-Gruppe ihre Vertriebs- und Logistikstruktur auf Ostdeutschland und später Osteuropa aus. In den Folgejahren setzte sie die Internationalisierung fort. 1993 wurde sie Marktführer in Europa, 1997 eröffnete sie Niederlassungen in Asien, 2000 eine in Australien (Übertragungsbericht Seite 7 f.).

2001 wurden Restrukturierungsmaßnahmen durchgeführt, ab 2004 wandelte sich die VBH-Gruppe vom Händler zum Dienstleister. 2011 stieg sie aus den asiatischen Teilmärkten aus (Übertragungsbericht Seite 8).

2013 beschäftigte die VBH-Gruppe weltweit rund 2.500 Mitarbeiter und erzielte einen Umsatz von knapp 700 Mio. EUR, davon 50% im Ausland (Übertragungsbericht Seite 8). 2014 und 2015 ging der Umsatz zurück. Er betrug 2015 noch rund 608,6 Mio. EUR. Die Zahl der Mitarbeiter ging auf rund 2.400 zurück. In den Jahren 2013 bis 2015 erzielte die

VBH-Gruppe Verluste (gerundet nach Anteilen Dritter 2013: -6,9 Mio. EUR; 2014: -7,0 Mio. EUR; 2015: -5,2 Mio. EUR; vgl. Übertragungsbericht Seite 16).

Am 10. Juni 2015 zeigte der Vorstand den Verlust in Höhe der Hälfte des Grundkapitals an (Bl. 277 d.A.).

Seit 2015 befand sich die Gesellschaft in einer Restrukturierungs- und Sanierungsphase, die durch eine Unternehmensberatungsgesellschaft begleitet wurde (, nachfolgend: bzw. „Unternehmensberatung"; vgl. BewGA Seite 28; PB Seite 16, auch zum Folgenden). Das von der Unternehmensberatungsgesellschaft erstellte Sanierungskonzept enthielt finanz- und leistungswirtschaftliche Maßnahmen, die ab 2015 umgesetzt wurden. Die Unternehmensberatung kam in ihrem Sanierungsgutachten vom 15. Mai 2015 zu dem Ergebnis, dass die VBH-Gruppe mit überwiegender Wahrscheinlichkeit saniert werden und man von einer positiven Fortbestehens- und Fortführungsprognose ausgehen könne, wenn bestimmte im Sanierungsgutachten vorgesehene Maßnahmen umgesetzt werden. Wegen der Einzelheiten wird auf den Prüfungsbericht (Seite 23 f.) Bezug genommen.

Das Grundkapital, das ursprünglich rund 36,5 Mio. EUR betragen hatte und das in mehreren Schritten auf rund 45,8 Mio. EUR (2008) erhöht worden war, wurde im Rahmen der Restrukturierung 2015 auf rund 15,3 Mio. EUR herabgesetzt und anschließend unter Gewährung von Bezugsrechten im Verhältnis 3:4 zum Ausgabekurs von 1,30 EUR (Bl. 136 d.A.) wieder auf 35.683.984 EUR erhöht. Es ist in 35.683.984 auf den Inhaber lautende nennwertlose Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils 1,00 EUR eingeteilt. Das Geschäftsjahr ist das Kalenderjahr (Übertragungsbericht Seite 8, 10; von Amts wegen beigezogene Handelsregisterauszüge).

b. Paketaktionäre der VBH und Antragsgegnerin

Im Mai 2016 hielten , , und eigenen Angaben zufolge zusammen insgesamt 33.024.976 auf den Inhaber lautende Stückaktien an der VBH und somit einen Anteil am Grundkapital von rund 92,55% (vgl. beigezogene Akte des Landgerichts Stuttgart 31 O 22/16 KfH AktG, nachfolgend „Beiakte", Bl. 3; außerdem Bl. 48 d.A.). Die drei erstgenannten Aktionäre bzw. mit ihnen verbundene Unternehmen hatten der VBH Darlehen über jeweils 3 Mio. EUR zur Verfügung gestellt, die Zinsforderungen gestundet und einen Rangrücktritt erklärt (Übertragungsbericht Seite 22).

Das Ziel der vier genannten Aktionäre war die Durchführung eines „verschmelzungsrechtlichen Squeeze Outs" bei der VBH. Um die hierfür gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG erforderliche Beteiligung einer Aktiengesellschaft am Kapital der VBH von mindestens 90% zu erreichen, erwarben sie die Aktien einer im Februar 2016 als Vorratsgesellschaft neu gegründeten Aktiengesellschaft (ursprünglich unter der Firma „ "). Die Firma dieser Aktiengesellschaft wurde im Mai 2016 in „ " geändert (eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter HRB 104597, nachfolgend: „ " und „Hauptaktionärin").

Am **17. Mai 2016** unterzeichneten die vorgenannten Aktionäre eigenen Angaben gegenüber der VBH zufolge eine Gesellschaftervereinbarung, in der sie sich zur Einbringung ihrer VBH-Aktien in die verpflichteten (vgl. Beiakte 31 O 22/16 KfH AktG, Anl. 3 zum Antrag der auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers).

Am **06. Juni 2016** brachten die vorgenannten Aktionäre der VBH die insgesamt 33.024.976 von ihnen gehaltenen VBH-Aktien in ein, so dass diese nun über 90% der Aktien an der VBH hielt (vgl. Übertragungsbericht Seite 5, 18; § 2 des Verschmelzungsvertrages als Anlage zum Übertragungsbericht).

Der Sitz der wurde nach Durchführung der Verschmelzung, auf die nachfolgend noch näher eingegangen wird, im Januar 2017 nach Korntal-Münchingen verlegt (eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter). wurde formwechselnd in eine GmbH unter der Firma „ " umgewandelt (eingetragen im Handelsregister des Amtsgerichts Stuttgart unter). Bei dieser Gesellschaft handelt es sich um die Antragsgegnerin.

2. Vorbereitung des Übertragungsbeschlusses und der Verschmelzung

Bereits am **19. Mai 2016** hatten sowohl die Antragsgegnerin als auch die vorgenannten Aktionäre der gegenüber der VBH ein „vorläufiges Verlangen" gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG ausgesprochen, also mitgeteilt, dass die neue Hauptaktionärin beabsichtige, von der Möglichkeit des verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Outs" Gebrauch zu machen, die Minderheitsaktionäre der VBH gegen Abfindung aus der Gesellschaft auszuschließen und die VBH sodann auf die zu verschmelzen. Zugleich kündigten die Antragsgegnerin und deren Aktionäre ein konkretisiertes Verlangen nach Vollzug der Einbringung der VBH-Aktien in die an (vgl. Hauptversammlungseinladung der VBH, Seite 3; Übertragungsbericht Seite 36;

Beiakte 31 O 22/16 KfH AktG, Anl. 3 zum Antrag der auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers).

Noch am **19. Mai 2016** gab die VBH den Erhalt des Schreibens durch Ad hoc-Mitteilung bekannt (Hauptversammlungseinladung der VBH, Seite 3; BewGA Seite 63).

Spätestens im Mai 2016 beauftragte die Antragsgegnerin (nachfolgend: „Bewertungsgutachterin") mit der Erstattung eines Gutachtens zur Ermittlung des Barabfindungsanspruchs (BewGA Seite 1, 2). Die Bewertungsgutachterin nahm ihre Tätigkeit im Mai 2016 auf.

Am **20. Mai 2016** ging beim Landgericht Stuttgart ein Antrag der Antragsgegnerin auf Bestellung eines sachverständigen Prüfers zur Prüfung der Angemessenheit der Abfindung der Minderheitsaktionäre im Zusammenhang mit der beabsichtigten Übertragung der von ihnen gehaltenen VBH-Aktien auf die Hauptaktionärin ein (§ 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 Satz 3, 4 AktG). Ebenfalls am 20. Mai 2016 stellten die Antragsgegnerin und einen gemeinsamen Antrag auf Bestellung eines Verschmelzungsprüfers (vgl. Beiakte 31 O 22/16 KfH AktG, Bl. 1 ff.). Das Landgericht Stuttgart bestellte sowohl zum sachverständigen Prüfer der Angemessenheit der Barabfindung als auch zum gemeinsamen Verschmelzungsprüfer. Die Akten des Bestellungsverfahrens wurden, wie bereits erwähnt, beigezogen.

Das Bewertungsgutachten der Bewertungsgutachterin lag am **14. Juni 2016** vor. Der Unternehmenswert der VBH zum Stichtag 25. Juli 2016, dem geplanten Tag der Hauptversammlung, die den Übertragungsbeschluss fassen sollte, beläuft sich demzufolge auf 84.361 TEUR, woraus sich eine angemessene Barabfindung von **2,36 EUR** pro Aktie ergebe (BewGA Seite 54, 58). Die Bewertungsgutachterin legte ihrer Ertragswertberechnung einen Basiszinssatz vor Steuern von gerundet 1,0%, eine Marktrisikoprämie von 6,0% vor Steuern, einen unverschuldeten Betafaktor von 1,0 und einen Wachstumsabschlag von 1,0% zugrunde. Etwaiges nicht betriebsnotwendiges Vermögen sei laut Erklärung der Unternehmensleitung nicht vorhanden.

Am selben Tag erstattete
als sachverständige Prüferin ihren Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der angebotenen Barabfindung (nachfolgend „PB", vgl. bei den Akten befindliche gebundene Unterlagen zur außerordentlichen Hauptversammlung der VBH am 25. Juli 2016). Die

sachverständige Prüferin bestätigte in dem Bericht die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung (PB Seite 50). Sie führte u.a. aus, die ambitionierte Umsatzplanung des Jahres 2020 könne im Idealfall in einem sehr erfolgreichen Jahr einmalig, „aber nicht dauerhaft erreicht werden". Bei der Plausibilisierung des Unternehmenswertes habe sie anders als die Bewertungsgutachterin eine Marktrisikoprämie von 5,5% herangezogen. Gleichwohl halte sie den von der Bewertungsgutachterin aus Marktrisikoprämie und Betafaktor ermittelten Risikozuschlag in der Gesamtbetrachtung für angemessen. Bei einem (höheren) unverschuldeten Betafaktor von rund 1,17, der innerhalb der Bandbreite der gesamten Peer Group-Unternehmen liege und für den das höhere Risiko der VBH mit Blick auf die laufende Sanierung spreche, ergebe sich der identische Eigenkapitalwert von 2,36 EUR pro Aktie (PB Seite 34 f., 45).

Am **15. Juni 2016** schlossen die VBH als übertragender Rechtsträger und als übernehmender Rechtsträger einen notariell beurkundeten Verschmelzungsvertrag. Der Vertrag sah die Übertragung des Vermögens der VBH als Ganzes unter Auflösung ohne Abwicklung gemäß §§ 2 Nr. 1, 4 ff., 60 ff. UmwG auf vor (Verschmelzung durch Aufnahme). Der Verschmelzungsvertrag stand unter der aufschiebenden Bedingung, dass der innerhalb der Dreimonatsfrist des § 62 Abs. 5 UmwG zu fassende Hauptversammlungsbeschluss der VBH über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre im Handelsregister am Sitz der VBH mit dem Vermerk eingetragen wird, dass der Übertragungsbeschluss erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Handelsregister am Sitz der wirksam wird (Übertragungsbericht Seite 32; Verschmelzungsvertrag, abgedruckt in den bei den Akten befindlichen gebundenen Unterlagen zur außerordentlichen Hauptversammlung am 25. Juli 2016).

Am **17. Juni 2016** veröffentlichte die VBH die Einladung zur Hauptversammlung am 25. Juli 2016. Auf der Tagesordnung stand die Beschlussfassung über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. §§ 327c Abs. 2 Satz 3, 293c Abs. 1 Satz 3, 4 AktG gegen Abfindung in Höhe von 2,36 EUR pro Aktie (Anl. A1 nach Bl. 103 d.A.).

3. Entwicklungen bis zum 25. Juli 2016

a. Türkische Tochtergesellschaft

Bereits vor Erstattung von Bewertungsgutachten und Prüfungsbericht (14. Juni 2016) hatte die Zukunft der türkischen Tochtergesellschaft „VBH Kapi ve Pencere Sistemleri

San. Ve. Tic. A.S.", Bagcilar/Istanbul, Türkei zur Diskussion gestanden (vgl. Bl. 918 ff., 1009 f. d.A.). Bei einer Vorstandssitzung am **25. Februar 2016** waren sowohl die Auswirkungen einer möglichen Liquidation als auch einer Fortführung erörtert und gegenübergestellt worden. Auch ein Verkauf stand schon damals im Raum. Für den Fall der Liquidation hatte der Vorstand nach einer internen Präsentation (Stand Januar 2016) mit einem negativen Effekt auf die Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung in Höhe von rund -3,7 Mio. EUR gerechnet, während er bei Fortführung für die Jahre 2016 bis 2018 nur einen negativen Saldo von -0,2 Mio. EUR erwartet hatte (Bl. 918 f. d.A. und Präsentation auf CD-Rom nach Bl. 925, als Ausdruck Bl. 926 d.A.). Gespräche über eine mögliche Veräußerung der Beteiligung wurden mit dem damaligen Minderheitsgesellschafter geführt; zu diesem Zwecke unterzeichneten und die VBH am **04. April 2016** auch eine Vertraulichkeitsvereinbarung (vgl. Bl. 932 d.A.). Das von ihm am **10. Juni 2016** per E-Mail unterbreitete Angebot (Bl. 1006-1) wurde vom Vorstand geprüft. Es wurde jedoch zunächst nicht angenommen, und es kam auch nicht zur Veräußerung an (Bl. 919, 1010 d.A.).

Nach dem „Putschversuch" in der Nacht vom 15. auf den 16. Juli 2016 in der Türkei (Bl. 1010 d.A.) und nach der Suspendierung zahlreicher Richter und Staatsanwälte erörterte der Vorstand der VBH am **19. Juli 2016** die Bedeutung für die laufenden Gerichtsverfahren der türkischen Tochtergesellschaft und beschloss, vor diesem Hintergrund die Verkaufsverhandlungen mit dem potentiellen Käufer „wieder aufzunehmen" und den Aufsichtsrat um Zustimmung hierzu zu bitten, und zwar auf der Basis eines Kaufpreises von 1 EUR und Rückzahlung von 50% der ausgereichten Darlehen von 900.000 EUR in drei Raten, davon die erste bei Übertragung der Anteile (Bl. 935 d.A.). Der Aufsichtsrat stimmte in einem telefonisch am **20. Juli 2016** gefassten Beschluss der Fortführung der Vertragsverhandlungen mit der Maßgabe zu, dass die Geschäftsanteile erst nach Zahlung der ersten Kaufpreisrate übergehen. Zugleich empfahl er, die „erste Kaufpreisrate" zu erhöhen (Bl. 936 d.A.).

Neben der erwähnten Vertraulichkeitsvereinbarung und dem Angebot des potentiellen Käufers vom 10. Juni 2016 gab es bis zum Bewertungsstichtag keine weitere relevante Erklärung, insbesondere kein „Letter of Intent" (Bl. 920 d.A.).

Der Kaufinteressent hatte stets betont, die Rückzahlung des Gesellschafterdarlehens nicht bezahlen könne. Entgegen des ursprünglichen, zwischenzeitlich korrigierten Vortrags der Antragsgegnerin (vgl. Bl. 633, 920 d.A.) kam es weder vor noch nach dem

Bewertungsstichtag zur Veräußerung der Geschäftsanteile, was die Antragsgegnerin damit begründete, dass der potentielle Käufer keine zufriedenstellende Finanzierung habe nachweisen können (Bl. 920, 921 d.A.).

Mit Blick auf die nach dem Vortrag der Antragsgegnerin und laut Stichtagserklärung des Vorstands der VBH vom 25. Juli 2016 (vgl. Beiakte 31 O 22/16 KfH AktG) am Bewertungsstichtag noch geplante Veräußerung der Beteiligung passte der Bewertungsgutachter die zuletzt im Juni 2016 aktualisierten Planzahlen an und bewertete die Gesellschaft ohne die Zahlen der türkischen Beteiligung (Bl. 922, 923 d.A.). Eine formell vor dem Bewertungsstichtag von den Organen der Gesellschaft verabschiedete aktualisierte Gesamtplanung gab es nicht (Bl. 923 d.A.).

Nach dem Bewertungsstichtag erwarb die VBH die Minderheitsanteile des erwähnten Minderheitsgesellschafters unter Aufhebung wechselseitiger Forderungen und Verbindlichkeiten ohne einen etwa zusätzlich geschuldeten Kaufpreis (Bl. 921 d.A.).

b. Veränderung des Basiszinssatzes

Die Stichtagserklärung der sachverständigen Prüferin vom 25. Juli 2018, auf die sich sowohl Antragsteller Ziff. 34 (Bl. 267 d.A.) als auch in der Antragserwiderung die Antragsgegnerin (Bl. 647 d.A.) bezogen haben, ohne den Text vorzulegen, wurde vom Gericht von Amts wegen beigezogen (vgl. 31 O 22/16 KfH AktG), was den Verfahrensbeteiligten gegenüber offengelegt wurde (Beschluss vom 26. Oktober 2018).

Aus der Stichtagserklärung geht hervor, dass auch die sachverständige Prüferin – anders als noch in ihrem Prüfungsbericht und auch anders als die Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten vom 14. Juni 2016 – für den Bewertungsstichtag nicht mehr mit einem Basiszinssatz von 1,0% zum Bewertungsstichtag rechnete, sondern mit einem geringeren Basiszinssatz von gerundet 0,80%. Die sachverständige Prüferin führt in der Stichtagserklärung aus, gleichwohl ergebe sich kein höherer Unternehmenswert und kein höherer Abfindungsbetrag, weil sich aus der „angepassten Planung durch den geplanten Verkauf" der türkischen Tochtergesellschaft ein „kompensierender Effekt" ergebe.

3. Übertragungsbeschluss und Verschmelzung

Am **25. Juli 2016** fasste die Hauptversammlung der VBH den Übertragungsbeschluss gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG i.V.m. § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG, der am **13. September 2016** in das Handelsregister am Sitz der VBH eingetragen und am selben

Tag bekannt gemacht wurde, und zwar verbunden mit dem Vermerk gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG über das Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses erst mit Eintragung der Verschmelzung. Am **14. September 2016** wurde die Verschmelzung im Register des Sitzes der eingetragen. Diese Handelsregistereintragung wurde am **19. September 2016** vom Registergericht bekanntgemacht (vgl. Bl. 37 d.A.; von Amts wegen beigezogene Handelsregisterauszüge und Registerbekanntmachungen).

Der Übertragungsbeschluss sah eine Barabfindung von **2,36 EUR** pro Aktie vor. Mit der Handelsregistereintragung gingen die Aktien aller Minderheitsaktionäre gemäß § 327e Abs. 3 AktG auf die Antragsgegnerin über, die zugleich als übernehmender Rechtsträger im Wege der Verschmelzung das Vermögen der VBH aufnahm.

II. Verfahrensgang, Anträge

Sämtliche Antragsteller begehren in ihren Antragsschriften, die zwischen dem 07. September 2016 und dem 14. Dezember 2016 eingegangen sind, eine gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a, 327f AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG. Die Verfahren wurden durch Beschluss vom **22. Mai 2017** verbunden (Bl. 536 ff. d.A.). Auf die Antragserwiderung der Antragsgegnerin vom 24. November 2017 (Bl. ff. d.A.) erhielten die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter Gelegenheit zur Stellungnahme (Bl. 709 d.A.). Der gemeinsame Vertreter hat mit Schriftsatz vom 20. März 2018 Stellung genommen (Bl. 846 ff. d.A.). Einzelne Antragsteller haben sich zur Antragserwiderung schriftsätzlich geäußert.

Mit Schriftsatz vom 20. März 2018 teilte die Antragsgegnerin ihren Formwechsel mit (Bl. 753 f. d.A.). Das Rubrum wurde nach Anhörung der Beteiligten (vgl. Bl. 743 f., 753 d.A.) durch Beschluss vom 26. Oktober 2018 berichtigt (Bl. 864 ff. d.A.).

Im Hinblick auf die seitens der Bewertungsgutachterin behaupteten Auswirkungen der geplanten Veräußerung der türkischen Tochtergesellschaft auf die Bewertung wurde die Antragsgegnerin mit Beschluss des Vorsitzenden vom 26. Oktober 2018 gemäß §§ 7 Abs. 5, 8 Abs. 3 SpruchG i.V.m. § 138 Abs. 2 ZPO darauf hingewiesen, dass der Tatsachenvortrag zur Begründung des behaupteten, den niedrigeren Basiszinssatz „kompensierenden Effekts" der geplanten Beteiligungsveräußerung nach vorläufiger Einschätzung nicht ausreiche. Die Antragsgegnerin wurde um Beantwortung von Sachverhaltsfragen gebeten (Bl. 871 f. d.A.). Dem kam sie nach (Bl. 918 ff., 1009 ff. d.A.).

Wirtschaftsprüfer , der gemeinsam mit Wirtschaftsprüfer für die sachverständige Prüferin den Prüfungsbericht erstattet hat, und weitere an der Prüfung beteiligten Mitarbeiter von wurden am 20. November 2018 angehört. Auf das Protokoll wird Bezug genommen (Bl. 975 ff. d.A.).

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

Viele Antragsteller und der gemeinsame Vertreter der nicht antragstellenden Aktionäre bemängeln die der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren zugrunde liegende Planung, teils in allgemeiner Form, teils konkreter. Sie sind der Auffassung, es liege eine zu pessimistische „anlassbezogene Planung" vor (u.a. Antragstellerin Ziff. 8, Bl. 49; Ziff. 9 bis 12, Bl. 86; Ziff. 13 bis 21, Bl. 80, 82, 112; Ziff. 36, 37, Bl. 298; gemeinsamer Vertreter: Bl. 847 f.).

Gerügt wird auch, dass für die Planjahre 2016 und 2017 keine Ausschüttung und daher kein Beitrag zum Ertragswert angesetzt worden sei (u.a. Antragstellerin Ziff. 8, Bl. 49).

Einige Antragsteller meinen, dass nicht berücksichtigte unechte Synergieeffekte „zu prüfen" oder allgemein zu prüfen sei, „inwieweit Synergieeffekte in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden".

Ein zentraler Kritikpunkt zahlreicher Antragsteller betrifft die für die „ewige Rente" angenommenen Umsätze und Ergebnisse, welche für viel zu gering gehalten werden. Für den Rückgang des (nachhaltigen) Umsatzes auf den Durchschnitt der Jahre 2016 bis 2020 gebe es keine Gründe, ebenso wenig für den angenommenen Ergebnisrückgang um über 46% gegenüber dem letzten Detailplanungsjahr. Zudem sei die angesetzte EBITDA-Marge zu niedrig und beruhe auf einer nicht sachgerechten Durchschnittsbildung der Jahre 2007 bis 2011. Bei der Ableitung der „ewigen Rente" sei insgesamt nicht angemessen berücksichtigt worden, dass nach Einschätzung des Vorstands der VBH die endogenen Krisenursachen am Bewertungsstichtag bereits „ausgestanden" gewesen seien (u.a. zu diesem Detail Antragsteller Ziff. 2, Bl. 18 d.A.; Ziff. 3, Bl. 29).

Mehrere Antragsteller machen methodische Bedenken gegen das Tax-CAPM geltend (u.a. Antragsteller Ziff. 4 bis 7, Bl. 39 d.A., freilich ohne Nennung von Details; Ziff. 9 bis 12, Bl. 62; Ziff. 13 bis 21, Bl. 95, 126;; detaillierter Antragsteller Ziff. 41, Bl. 349 mit dem Vorwurf der „Scheingenauigkeit" und Ziff. 57 und 58, Bl. 470; vgl. auch Antragsteller Ziff. 45, Bl. 396; Ziff. 55 und 56, Bl. 448 d.A.).

Zahlreiche Antragsteller kritisieren den im Bewertungsgutachten nach damaligem Stand noch zugrunde gelegten Basiszinssatz (1,00% vor Steuern, 0,74% nach Steuern, BewGA Seite 45), die Marktrisikoprämie von 6,00 % nach persönlichen Steuern, BewGA Seite 47) und den – anhand einer Peer Group ermittelten - Betafaktor als zu hoch. Bemängelt wird u.a., dass nicht der unternehmenseigene Betafaktor von 0,26 herangezogen wurde, sowie die Zusammensetzung der Peer Group. Viele Antragsteller rügen, dass es für die vom FAUB des IDW am 19. September 2012 „heraufgesetzte" (Empfehlung zur) Marktrisikoprämie keine nachvollziehbare Begründung gebe, und verweisen auf diverse Studien. Den bei der „ewigen Rente" angesetzten Wachstumsabschlag von 1,00 % (BewGA Seite 53) halten viele Antragsteller für zu gering bemessen. Manche verlangen die Einholung eines Sachverständigengutachtens zu Parametern, aus denen sich der Kapitalisierungszins ergibt. Andere bitten bezüglich des Basiszinssatzes um Berechnung „fristenkongruenter Zinssätze" (so etwa Antragsteller Ziff. 31, Bl. 221 d.A.).

Schließlich rügen einige Antragsteller, die Darstellung zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen sei nicht ausreichend oder – etwas konkreter - es sei „zu hinterfragen", ob tatsächlich keine nicht betriebsnotwendige Liquidität vorhanden sei (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 9-12, Bl. 65; Ziff. 31, Bl. 225; Ziff. 40, Bl. 332 d.A.). Die Werte der Marke „VBH Holding AG" und „der dazu gehörenden Marken" müsse ermittelt werden (u.a. Antragsteller Ziff. 31, Bl. 227; Ziff. 35, Bl. 288; Ziff. 40, Bl. 335 d.A.).

Gerügt werden auch formale Mängel des Übertragungsberichts (häufig standardisiert wie auch in anderen Spruchverfahren; vgl. hier u.a. Antragsteller Ziff. 8, Bl. 54; Ziff. 31, Bl. 228; Ziff. 35, Bl. 291; Ziff. 40, Bl. 335; Ziff. 45, Bl. 397 d.A.) und vereinzelt auch Mängel des Bewertungsgutachtens oder des Prüfungsberichts der sachverständigen Prüferin (u.a. Antragsteller Ziff. 41, Bl. 341 d.A.; Ziff. 61, 62, Bl. 522 Rs.).

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

Wegen des Sachverhalts und des weiteren Vortrags der Beteiligten zu Kritikpunkten in Bezug auf die Bewertung, Verfahrensanträge und Einzelheiten des Parteivortrags wird ergänzend auf den gesamten Akteninhalt einschließlich der Akte des beigezogenen Verfahrens 31 O 22/16 KfH AktG Bezug genommen.

B.

Zuständigkeit, Zulässigkeit der Anträge

I. Anwendbarkeit des SpruchG und Zuständigkeit

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

Der Antragsteller Ziff. 2 (Bl. 14 d.A.) hat zwar versäumt, in der Antragsschrift einen Antrag auf Entscheidung durch die Kammer für Handelssachen zu stellen (§§ 96 Abs. 1, 98 Abs. 1 GVG). § 2 Abs. 1 SpruchG regelt lediglich die örtliche Zuständigkeit. Die Kammer für Handelssachen ist aber dennoch für alle verfahrensgegenständlichen Anträge der verbundenen Verfahren funktionell zuständig. Die funktionelle Zuständigkeit in Spruchverfahren unabhängig von der ausdrücklichen Antragstellung ergibt sich bereits aus § 2 Abs. 2 Satz 1 und 2 SpruchG, der die Entscheidungskompetenz des Vorsitzenden der Kammer für Handelssachen für bestimmte Verfahrensentscheidungen in Spruchverfahren regelt und sogar dessen Alleinentscheidung bei Einverständnis aller Beteiligten ermöglicht, desweiteren aus der Gesetzessystematik (§ 327c Abs. 2 Satz 4 i.V.m. § 293c Abs. 1 Satz 4 AktG – Bestellung des sachverständigen Prüfers durch den Vorsitzenden der Kammer für Handelssachen) und aus dem fehlenden gesetzgeberischen Willen, an der früher unmissverständlich geregelten ausschließlichen Zuständigkeit der Kammern für Handelssachen für die Entscheidung in Spruchverfahren etwas zu ändern (wie hier LG Düsseldorf, Beschluss vom 08. Oktober 2008 – 33 O 38/04, Rn. 8; Koch, in Hüffer/Koch AktG 13. Aufl. 2018, § 2 SpruchG § 2 Rn. 5; Drescher, in Spindler/Stilz, AktG Kommentar 3. Aufl. 2015, § 2 SpruchG Rn. 19; Emmerich, in Emmerich/Habersack Aktien-/GmbH-KonzernR 8. Aufl. 2016, § 2 SpruchG Rn. 9; Steinle/Liebert/Katzenstein, in MünchHdB GesR 5. Aufl. 2016, § 34 Rn. 30; Kiefner/Kersjes, NZG 2012, 244 m.w.N.; a.A. wohl LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11, Rn. 41, und LG München I, Beschluss vom 25. November 2009 - 38 O 21051/09, NZG 2010, 520 im Hinblick auf die Wahrung der Antragsfrist durch Adressierung an die Zivilkammer; zum Meinungsstand Klöcker in: Schmidt, K./Lutter, AktG, 3. Aufl. 2015, § 2 SpruchG, Rn. 14).

II. Antragsfrist

Sämtliche verfahrenseinleitende Anträge der Antragsteller sind bis zum Ablauf der Antragsfrist beim Landgericht Stuttgart eingegangen, die drei Monate nach Bekanntmachung der Handelsregistereintragung endete (§§ 4 Abs. 1 Nr. 3, 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. §§ 16 Abs. 2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO). Das gilt auch für die erst am 14. Dezember 2016 eingegangenen Anträge der Antragsteller Ziff. 55 bis 63, wenn man im vorliegenden Fall nicht auf die Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses am 13. September 2016 abstellt, was dem Wortlaut des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG entspräche, sondern auf die am 14. September 2016 erfolgte Eintragung der Verschmelzung oder deren Bekanntmachung am 19. September 2016. Durch Letzteres wird den Besonderheiten des verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" und dem Umstand Rechnung getragen, dass im vorliegenden Fall erst die Eintragung der Verschmelzung zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte, was bei der Eintragung des Übertragungsbeschlusses durch einen entsprechenden Hinweis gemäß § 62 Abs. 5 Satz 7 UmwG verdeutlicht wurde (wie hier LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15, Rn. 44).

III. Antragsberechtigung

1. Schlüssige Behauptung der Antragsberechtigung

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

Bei einem verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" ist für die Antragsberechtigung wegen der sich aus § 62 Abs. 5 UmwG ergebenden Besonderheiten nicht auf die Aktionärsstellung im Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses abzustellen, sondern auf die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses in das Handelsregister der Antragsgegnerin, denn erst mit dieser Eintragung ist der Übertragungsbeschluss wirksam geworden und hat der jeweilige Minderheitsaktionär die Aktionärsstellung gegen

Abfindung verloren (wie hier LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15, Rn. 42). Maßgeblich ist daher hier der **14. September 2016**.

Versäumt ein Antragsteller im Spruchverfahren, innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 SpruchG seine Antragsberechtigung schlüssig darzutun, so ist sein Antrag als unzulässig zurückzuweisen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Februar 2008 – 20 W 9/06, Rn. 21; vgl. auch BGH, Beschluss vom 25. Juni 2008 – II ZB 39/07, BGHZ 177, 131-141, Rn. 19).

Die Antragsgegnerin hat zwar keinerlei Ausführungen zur Frage der Zulässigkeit der Anträge gemacht. In Bezug auf die von § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG geforderte schlüssige Darlegung der Aktionärseigenschaft kommt es darauf aber nicht an, weil es sich insoweit um eine von Amts wegen durch das Gericht zu prüfende Zulässigkeitsvoraussetzung handelt (KG Berlin, Beschluss vom 31. Oktober 2007 – 2 W 14/06, Rn. 46). In Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit, die einen Antrag voraussetzen, kann eine Sachentscheidung nur ergehen, wenn der Antragsteller berechtigt ist, die begehrte Entscheidung zu beantragen, und bei Fehlen dieser Berechtigung ist der Antrag als unzulässig abzuweisen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 22, juris). Von der von Amts wegen zu prüfenden *Schlüssigkeit* des Tatsachenvortrags der Antragsteller zur Antragsberechtigung im Spruchverfahren abzugrenzen ist die Frage, ob ein diesbezüglich schlüssiger Vortrag zur Aktionärsstellung auch *beweisbedürftig* ist und ob ein urkundlicher Nachweis gemäß § 3 Satz 3 SpruchG vorgelegt werden muss. Letzteres hängt entscheidend davon ab, ob der Antragsgegner den Tatsachenvortrag bestreitet (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 13, juris). Nicht oder nicht ausreichend bestrittenes Vorbringen ist im Spruchverfahren ungeprüft der Entscheidung zu Grunde zu legen (§§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO; vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 21 m.w.N.).

Die Schlüssigkeit des Tatsachenvortrags zur Antragsberechtigung war daher gerichtlich zu prüfen, ohne dass es einer - hier nicht erhobenen – Zulässigkeitsrüge bedurfte.

Bei den meisten Antragstellern ergibt sich die Darlegung der Antragsberechtigung unmittelbar aus der Antragsschrift. Die Kammer hat im Übrigen, soweit erforderlich, bei der Auslegung des Beteiligtenvortrags zur Antragsberechtigung auch den Inhalt der Bankbescheinigungen und ähnlichen Dokumente herangezogen, soweit sie vom jeweiligen Antragsteller innerhalb der Antragsfrist vorgelegt wurden.

Der anwaltlich vertretene **Antragsteller Ziff. 1** hat in der Antragsschrift und innerhalb der Antragsfrist lediglich vorgetragen, zum „Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze Outs im Handelsregister am 17. Juni 2016" Aktionär gewesen zu sein (Bl. 3 d.A.). Der Übertragungsbeschluss wurde jedoch entgegen seiner Darstellung in der Antragsschrift weder am 17. Juni 2016 eingetragen noch an diesem Tag bekanntgemacht. Auf den Eintragungszeitpunkt des Übertragungsbeschlusses kommt es hier außerdem wegen der verschmelzungsrechtlichen Besonderheiten nicht an, wie bereits ausgeführt. Der Übertragungsbeschluss wurde erst am 25. Juli 2016 gefasst. Auf die Sachverhaltsdarstellung unter A. wird Bezug genommen. Maßgeblich ist hier das Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses mit Eintragung der Verschmelzung am 14. September 2016. Weder der Antragsschrift noch der mit der Antragsschrift vorgelegten Bankbescheinigung lässt sich entnehmen, dass der Antragsteller Ziff. 1 am 14. September 2016 Aktionär gewesen ist. Bescheinigt wird dort ein Bestand zum 06. September 2016 (Anl. K 1 nach Bl. 10 d.A.). Der Antrag des Antragstellers Ziff. 1 ist somit offensichtlich unzulässig.

Die **Antragsteller Ziff. 55 und 56** haben in ihren Antragsschriften lediglich die Aktionärsstellung „zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses" (also am 13. September 2016) behauptet (Bl. 445 d.A.) und innerhalb der Antragsfrist auch keine Bankbescheinigungen oder sonstige Belege vorgelegt, aus denen sich die Aktionärsstellung am 14. September 2016 ergäbe. Die mit Schriftsatz vom 28. März 2018 (Bl. 755 d.A.) nachgereichten Bankbescheinigungen würden zwar inhaltlich ausreichen, lagen jedoch erst deutlich nach Ablauf der Antragsfrist vor und können daher zur Auslegung des bis zum Ablauf der Antragsfrist Vorgetragenen nicht herangezogen werden. Ausgehend vom Vortrag in der Antragsschrift, war eine Aktienveräußerung zwischen dem 13. September 2016 (Tag der Eintragung des Übertragungsbeschlusses) und dem 14. September 2016 (dem für die Antragsberechtigung maßgeblichen Tag des Wirksamwerdens der Übertragung) nicht auszuschließen. Ein innerhalb der Antragsfrist erforderlicher schlüssiger Vortrag zur Antragsberechtigung fehlt hier; eine Nachholung im März 2018 war zur Beseitigung des Zulässigkeitsmangels nicht mehr möglich. Die Anträge der Antragsteller Ziff. 55 und 56 sind daher offensichtlich unzulässig.

Alle übrigen Antragsteller haben ihre Aktionärsstellung entweder bezogen auf den 14. September 2016 ausdrücklich dargetan, einen bestimmten, diesen Tag einschließenden Zeitraum genannt, in dem sie mindestens eine Aktie der VBH gehalten haben, oder entsprechende Bankbescheinigungen vorgelegt, aus denen sich das ergab.

Den Anforderungen genügt auch der diesbezügliche Vortrag der Antragsteller Ziff. 22, 23, 28, 29, 30, 33, 44, in deren Antragsschriften zwar eine ausdrückliche Darlegung fehlt, zum hier genannten Zeitpunkt (14. September 2016) noch Aktionär gewesen zu sein, die jedoch behaupten, „bis zu ihrem Hinauswurf" (Bl. 132, 154, 196, 242 d.A.) bzw. „bis zu ihrer Zwangsenteignung" (Bl. 190, 370 d.A.) Aktionär der VBH gewesen zu sein. Diese Formulierungen umschreiben die sich aus § 327e Abs. 3 AktG ergebende Rechtswirkung des Übertragungsbeschlusses. Die Auslegung des Vortrags ergibt somit, dass die Antragsberechtigung hinreichend dargelegt ist, auch wenn eine klarere Formulierung wünschenswert wäre. Im Übrigen ergibt sich bei den Antragstellern Ziff. 22, 23, 30 und 33 die Aktionärsstellung am 14. September 2016 aus den innerhalb der Antragsfrist vorgelegten Bankbescheinigungen.

2. Nachweis der Antragsberechtigung

Einer gerichtlichen Überprüfung des Inhalts der vorgelegten Bankbescheinigungen und sonstigen zum Nachweise der Antragsberechtigung vorgelegten Unterlagen war im vorliegenden Fall nicht erforderlich, weil die Antragsgegnerin den Vortrag der Antragsteller zur Antragsberechtigung nicht bestritten hat und schlüssiger Vortrag hierzu als zutreffend zugrunde zu legen war. Auf die Ausführungen unter 1. wird verwiesen.

3. Gemeinsame Berechtigung der Antragsteller Ziff. 20 und 21

Die anwaltlich vertretenen Antragsteller Ziff. 20 und 21 hielten zum hier relevanten Zeitpunkt ausweislich der vorgelegten Bankbescheinigung ein gemeinschaftliches Depot, in dem sich bei Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses ein Bestand an VBH-Aktien befand. Die Antragstellung genügt den Anforderungen des § 69 Abs. 1 AktG für eine gemeinsame Rechtsausübung.

IV. Darstellung der Strukturmaßnahme

Die Antragsbegründung muss gemäß § 4 Abs. 2 Nr. 3 SpruchG u.a. Angaben „zur Art der Strukturmaßnahme" enthalten, an die der Antragsteller anknüpfen will.

Dass die Antragsteller Ziff. 9 bis 12 in ihrer Antragsschrift das vermeintliche Hauptversammlungsdatum „25. Juni 2016" nennen (Bl. 58 d.A.), obwohl der Übertragungsbeschluss tatsächlich erst am 25. Juli 2016 gefasst wurde, wie unter A. I. dargestellt, berührt die Zulässigkeit der Anträge nicht. Denn schon aufgrund der Beifügung der Hauptversammlungseinladung als Anlage A2 zur Antragsschrift und

aufgrund der in der Antragsschrift beschriebenen Einzelheiten der Strukturmaßnahmen ergibt sich durch Auslegung eindeutig der Wille der Antragsteller, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich überprüfen zu lassen, die ihnen als von diesem Übertragungsbeschluss betroffenen ehemaligen Aktionären der VBH zusteht.

V. Zwischenergebnis

Die Anträge der Antragsteller Ziff. 1, 55 und 56 sind unzulässig. Die übrigen Anträge sind zulässig.

C.

Begründetheit der zulässigen Anträge

Zu Recht machen die übrigen Antragsteller und der gemeinsame Vertreter geltend, dass die im mehrheitlich gefassten Übertragungsbeschluss vorgesehene Abfindung zu niedrig ist. Den außenstehenden Aktionären, die ihr Aktieneigentum durch die Übertragung verloren haben, steht eine angemessene Abfindung von 2,49 EUR pro Aktie zu.

I. Allgemeines

1. Unbeachtlichkeit des Einwands angeblicher formaler Berichtsmängel

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

Einige Antragsteller bemängeln sinngemäß die (vermeintlich) fehlende Transparenz der Bewertungsgrundlagen. Insbesondere gehe aus den Unterlagen nicht hervor, ob es sich bei getroffenen Annahmen um solche der Antragsgegnerin, der Bewertungsgutachterin oder des sachverständigen Prüfers handelt (u.a. Antragstellerin Ziff. 3, Bl. 28 d.A.). Diesen Kritikpunkt kann die Kammer nicht nachvollziehen. Aus Bewertungsgutachten und Prüfungsbericht ergibt sich, dass die bewertungsrelevanten Zahlen für den Detail-planungszeitraum 2016 bis 2020 aus der von Vorstand und Aufsichtsrat der VBH verabschiedeten Unternehmensplanung stammen, dass und welche Modifikationen die

Bewertungsgutachterin vorgenommen hat und dass sie die Zahlen für den „Terminal Value" abgeleitet hat, wie mangels weiterreichender Unternehmensplanung üblich.

2. Verfahrensvoraussetzungen für die Bestimmung der angemessenen Abfindung erfüllt

a. Vorgenommene (Parallel-)Prüfung

Der gemäß § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. § 327c Abs. 2 Satz 2, Abs. 3 Nr. 4 AktG zu erstattende Prüfungsbericht der vom Gericht bestellten sachverständigen Prüferin und die Stichtagserklärung vom 25. Juli 2017 liegen vor, wie bereits ausgeführt.

Die im Prüfungsbericht (PB Seite 2) offengelegte Parallelprüfung durch die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin und durch die vom Gericht bestellte sachverständige Prüferin ist zulässig (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. Dezember 2008 – 20 W 12/08, Rn. 136), ermöglicht eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer, stellt dessen Unabhängigkeit nicht in Frage (BGH, Urteil vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, Rn. 14) und ist kein Indiz für mangelnde Sorgfalt bei der Prüfung.

Einige Antragsteller (u.a. Ziff. 13 bis 21, Bl. 81, 113 d.A.) sind der Auffassung, dass der Prüfungsbericht nicht den gesetzlichen Anforderungen genüge und sich in manchen Punkten in der bloßen Wiedergabe der Tätigkeit der Bewertungsgutachterin erschöpfe. Diese Kritik erscheint jedenfalls bezogen auf die Darstellung einiger Details der Bewertung nicht ganz unberechtigt: So werden die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Korrekturen an der Planung (BewGA Seite 39) lediglich referiert, aber nicht eigenständig beurteilt (PB Seite 28, 44). Der Prüfungsbericht lässt auch eine eigene Gesamtaussage der sachverständigen Prüferin vermissen, ob der Vorstand aus Prüfersicht „vernünftigerweise" annehmen durfte, seine Planung sei realistisch und ob die Planung des Unternehmens deshalb eine taugliche Grundlage für den Bewertungszweck sein konnte (PB Seite 29 f., Seite 44 f.). Soweit im Prüfungsbericht eindeutige Aussagen vermisst wurden, wurden diese aber im Rahmen der mündlichen Anhörung am 20. November 2018 nachgeholt (vgl. Bl. 981, 987 d.A.).

Im Übrigen lassen der vorgelegte Prüfungsbericht und die ergänzende Erörterung in der mündlichen Verhandlung durchaus erkennen, dass die sachverständige Prüferin eigenständige Analysen, Bewertungen und Berechnungen zur Plausibilisierung des Bewertungsgutachtens durchgeführt hat. Sie hat auch eine Gesamtbewertung vorgenommen und die Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin ermittelten Abfindung im Prüfungsbericht bestätigt (PB Seite 45). Der Übertragungsbericht, das

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

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

b. Neutralität der sachverständigen Prüferin

Einige Antragsteller stellen die Neutralität der sachverständigen Prüferin in Abrede (insbesondere die Antragsteller Ziff. 36 bis 39 in den Schriftsätzen vom 06. November 2018, eingegangen am 08. November 2018, Bl. 917 ff. d.A. und vom 07. November 2018, eingegangen am 16. November 2018, Bl. 949 ff. d.A., nach mutmaßlich vorausgegangenem, wegen Passwortschutzes nicht lesbarem Übermittlungsversuch, Bl. 916 ff. d.A.; außerdem die Antragsteller Ziff. 13 bis 21 und 32, vgl. Schriftsatz vom 14. Dezember 2018). Eine Ablehnung des sachverständigen Prüfers im Spruchverfahren wegen Besorgnis der Befangenheit scheidet jedoch aus, wie die Kammer bereits im Beschluss vom 23. März 2017 zum Verfahren 31 O 1/15 KfH SpruchG ausgeführt hat (bestätigt durch Beschluss des OLG Stuttgart vom 02. Oktober 2017 - 20 W 6/17). Aufgrund der spezialgesetzlich geregelten besonderen Stellung des sachverständigen Prüfers als sachverständiger Zeuge (§ 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG) bzw. Beweismittel „sui generis“ im Spruchverfahren finden die Vorschriften der §§ 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO (i.V.m. §§ 6 Abs. 1, 30 Abs. 1 FamFG, 17 Abs. 1 SpruchG) auf den sachverständigen Prüfer keine Anwendung (vgl. Kubis, in MüKo AktG 4. Aufl. 2015, § 8 Rn. 2; ganz ohne Verweis auf Anwendbarkeit der Zeugenvorschriften Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, SpruchG § 8 Rn. 7; Emmerich, in Emmerich/Habersack Aktien-/GmbH-KonzernR SpruchG 8. Aufl. 2016, § 8 Rn. 4-5; Hüffer/Koch SpruchG 13. Aufl. 2018, § 8

Rn. 4, 5; Drescher, in Spindler/Stilz SpruchG 3. Aufl. 2015, § 8 Rn. 8, 9; vgl. auch Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 „Spruchverfahren" Rn. 46). Hinzu kommt, dass es insbesondere auch um die eigenen Wahrnehmungen des Prüfers aus dem Prüfungsvorgang geht. Es kann und wird in der Praxis zwischenzeitlich regelmäßig auf Grundlage der Anhörung des sachverständigen Prüfers ohne Einholung eines weiteren Sachverständigengutachtens entschieden (Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 46), und nach Maßgabe der Plausibilität seiner Einlassung ist darüber zu entscheiden, ob weitere Sachverhaltsaufklärung geboten ist (Hüffer/Koch a.a.O. SpruchG § 8 Rn. 3).

Die Tatsache, dass die Antragsgegnerin mit der gemäß § 293c Abs. 1 Satz 1 AktG vom Gericht im Verfahren 31 O 22/16 KfH AktG ausgewählten und bestellten sachverständigen Prüferin im Vorfeld der Strukturmaßnahme ein privatrechtliches Auftragsverhältnis begründet hat, beeinträchtigt die Neutralität nicht. Erstens lässt das privatrechtliche Auftragsverhältnis die gesetzliche Verpflichtung zur gewissenhaften und unparteiischen Prüfung (§ 293d Abs. 2 AktG i.V.m. § 323 Abs. 1 HGB), die auch berufsrechtlich geregelt ist (§ 43 Abs. 1 Satz 1 WPO), unberührt. Zweitens gibt es einen sachlichen Grund für den Abschluss derartiger Auftragsverhältnisse: Es ist nicht einzusehen, dass die Staatskasse in Vorleistung geht für Kosten, die anlässlich einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme anfallen, welche auf Betreiben und im Interesse eines oder mehrerer Gesellschafter durchgeführt wird. Die Direktabrechnung zwischen sachverständigem Prüfer und Antragsteller(n) des Bestellungsverfahrens ist mittlerweile üblich; die gerichtliche Vergütungsfestsetzung ist gemäß § 293c Abs. 1 Satz 5 AktG, § 318 Abs. 5 HGB subsidiär. Das JVEG findet keine Anwendung, die Höhe der Vergütung ist frei verhandelbar. Es bedarf einer (privatrechtlichen) Vergütungsvereinbarung, in die die Parteien auch Haftungsregelungen aufnehmen können. Das OLG Stuttgart hat dazu im Beschluss vom 02. Oktober 2017 (20 W 6/17) ausgeführt:

> „... Im Übrigen ist **die Beauftragung des sachverständigen Prüfers durch die Antragsgegnerseite auch inhaltlich nicht geeignet, dessen Befangenheit zu belegen**. Dies entspricht vielmehr der **gesetzlichen Vorgabe**: Das Gericht bestellt auf Antrag der Vorstände der vertragsschließenden Parteien nach § 293c AktG den sachverständigen Prüfer; das Auftragsverhältnis kommt dabei mit den Antragstellern zustande (Münchener Kommentar, AktG, 3. Aufl., § 293c, Rn.12; Bürgers/Körber, AktG, 4. Aufl., § 293c, Rn. 8; Schmidt/Lutter, AktG, 3, Aufl., § 293c Rn. 5. „vertragsähnliches Verhältnis"). **Die Honorarvereinbarung unterliegt damit grundsätzlich der Vereinbarung durch die Vertragsparteien. Eine Bindung an das JVEG besteht ... nicht;** der sachverständige Prüfer unterfällt nicht dem in § 1 Abs. 1 JVEG definierten Geltungsbereich, der im Wesentlichen Sachverständige, Dolmetscher, ehrenamtliche Richter und Zeugen umfasst. Lediglich auf Antrag erfolgt für den sachverständigen Prüfer gemäß § 293c Abs. 1 S, 5 AktG, § 318 Abs. 5 HGB eine gerichtliche Vergütungsfestsetzung."

Auch der Inhalt der im vorliegenden Fall geschlossenen Vergütungsvereinbarung beeinträchtigt die Neutralität der sachverständigen Prüferin nicht:

Die vereinbarten Stundensätze bewegen sich in Größenordnungen, wie sie auch im Vorfeld anderer Spruchverfahren vereinbart worden sind. Die Unternehmensbewertung erfordert besondere Fachkompetenz, mitunter branchenbezogene Spezialkenntnisse. Für eine neutrale Angemessenheitsprüfung anlässlich aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen muss i.d.R. ein handlungs- und prüfungsfähiges Team vorgehalten werden, dem für die verantwortliche Prüfung oft nur ein begrenztes Zeitbudget zur Verfügung steht.

Die Klausel „Wir werden diesen Auftrag allein für Sie als unseren Mandanten und nicht im Interesse etwaiger Dritter durchführen" scheint zwar auf den ersten Blick den Anschein zu erwecken, mit der gesetzlichen und im Bestellungsbeschluss noch einmal wiederholten Verpflichtung zur neutralen Prüfung der Angemessenheit der Abfindung unvereinbar zu sein – eine Prüfung, die weder im ausschließlichen Interesse der Mehrheitsaktionärin noch im ausschließlichen Interesse der Minderheitsaktionäre, sondern im „objektiven" Interesse vorgenommen wird, den Betrag einer „vollen Entschädigung" für den Rechtsverlust zu finden und zu gewährleisten. Die sachverständige Prüferin hat jedoch in der Stellungnahme vom 19. Dezember 2018 (Bl. 1021 d.A.) erläutert, dass es bei dieser Klausel ausschließlich um die Vermeidung eigener Haftungsrisiken gehe, die dadurch entstehen könnten, dass sich Banken oder sonstige Dritte auf den Prüfungsbericht berufen, um daraus Ansprüche gegen die sachverständige Prüferin abzuleiten. Zudem nimmt im dritten Satz auf Seite 2 des Vertrages durch einschlägige Normen auf ihre Rolle als sachverständige Prüferin Bezug und macht die diesbezüglichen Arbeiten zum Gegenstand des Auftragsverhältnisses. Wie sich der Stellungnahme vom 19. Dezember 2018 (Bl. 1021 d.A.) entnehmen lässt, verstand und versteht die sachverständige Prüferin das auch als Bezugnahme auf den gerichtlichen Bestellungsbeschluss, der somit im Wege der Auslegung in das privatrechtliche Auftragsverhältnis zu inkorporieren ist - auch wenn eine vertragliche Klarstellung, wonach die Pflicht zur Neutralität unberührt bleibe, im Anschluss an den zitierten Satz fehlt. Auf die gewissenhaft und unabhängig durchzuführende Prüfung wird unter I. 2. des Bestellungsbeschlusses hingewiesen.

Die Einholung einer Vollständigkeitserklärung von der zu bewertenden Gesellschaft vor Erstattung des Prüfungsberichts gehörte gemäß IDW S1 Tz. 173 zum Bewertungsstandard. Das hierfür vom IDW ausgegebene, 2016 maßgebliche Formular

sah vor, dass die zu bewertende Gesellschaft bestimmte Inhalte des Berichtsentwurfs bestätigt. Wie von der sachverständigen Prüferin am 19. Dezember 2018 erläutert (Bl. 1021 d.A.), erklärt das die vertraglich geregelte Vorlage eines Berichtsentwurfs an die Antragsgegnerin, denn sonst hätte das Unternehmen keine Vollständigkeitserklärung abgeben können. Die vertragliche Regelung ist damit entgegen der Auffassung einiger Antragsteller unter Neutralitätsgesichtspunkten unbedenklich und sachlich gerechtfertigt.

Zur im privatrechtlichen Auftragsverhältnis mitgeregelten Erbringung sonstiger Leistungen etwa bei der Vorbereitung der Hauptversammlung hat Wirtschaftsprüfer bereits bei der Anhörung am 20. November 2018 erklärt, dass die sehr weit gefasste Formulierung „sonst bei Bewertungsgutachten" verwendet werde, was auf eine formularmäßige Verwendung hindeutet. Seines Wissens habe die sachverständige Prüferin nicht am Übertragungsbericht mitgewirkt. Dass der Vertrag auch die Beantwortung etwaiger in der Hauptversammlung an die sachverständige Prüferin gerichteter Fragen mitumfasste, begründet ebenfalls keine Bedenken gegen die tatsächliche Neutralität der sachverständigen Prüferin (vgl. Bl. 978 ff.).

Inhaltlich gegen eine mit den Pflichten eines sachverständigen Prüfers unvereinbare einseitige Wahrnehmung von Interessen der Mehrheitsaktionärin bei der praktischen Prüfungstätigkeit spricht u.a., dass die sachverständige Prüferin sowohl im Prüfungsbericht als auch im Anhörungstermin am 20. November 2018 bei bestimmten Schritten der Bewertung dezidiert eine andere Auffassung vertreten hat als die Bewertungsgutachterin (Marktrisikoprämie und Betafaktor, dazu noch später), und dass Wirtschaftsprüfer den Weg, den die Bewertungsgutachterin zur Ermittlung des Risikozuschlags beschritten hat, offen als „falsch" bezeichnet hat (Protokoll vom 20. November 2018, Seite 28), sowie seine sachliche Reaktion auf Fragen im Termin.

3. Grundsätze der Angemessenheitsprüfung

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

a. Bewertung als Tatsachenfrage und Problem der Schätzung

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

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

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

b. Methodik zur Ermittlung des Verkehrswerts

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

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

c. Prüfungsschritte der Angemessenheitsprüfung

Im Falle einer richterlichen Angemessenheitsprüfung obliegt es nach Auffassung der Kammer im ersten Schritt dem Tatrichter zu prüfen, ob die Unternehmensbewertung nach dem Bewertungsgutachten und dem Bericht des sachverständigen Prüfers „auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen

Methoden beruht" (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, Rn. 148; Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 740). Dazu gehört auch, ob die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Bewertung methodisch konsistent ist, ob die inhaltlichen Prämissen der Bewertung zugrunde gelegt werden können, ob der Börsenkurs (sofern existent) berücksichtigt wurde, und ob die zugrunde liegenden Daten und Zukunftseinschätzungen fachgerecht abgeleitet wurden (vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 89 ff.; Singhof, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 327c Rn. 10 zum „Squeeze Out"). Ist das der Fall, so bilden das Gutachten und der Bericht eine hinreichende Schätzgrundlage, so dass die Angemessenheit der vom Hauptaktionär angebotenen Abfindung bejaht werden kann (OLG Stuttgart, a.a.O. Rn. 148). Das gilt selbst dann, wenn die vom Bewertungsgutachter und dem sachverständigen Prüfer herangezogene Methode aus Sicht des Gerichts „nicht optimal", aber „angemessen, geeignet und vertretbar" ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35).

Das OLG Stuttgart hat ausgeführt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 141): „Das Gericht ist im Rahmen seiner Schätzung des Verkehrswertes des Aktieneigentums nicht gehalten, darüber zu entscheiden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode richtig sind. Vielmehr können Grundlage der Schätzung des Anteilswerts durch das Gericht alle Wertermittlungen sein, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion nicht einhellig vertreten werden." Es ist nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, einen Beitrag zur Klärung von in der Betriebswirtschaftslehre umstrittener Fragen zu leisten oder zu entscheiden, welcher der in den Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Aspekten des Ertragswertverfahrens vertretenen Auffassungen der Vorzug gebührt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris Leitsatz und Rn. 81; vgl. auch KG Berlin, Beschluss vom 14. Januar 2009 – 2 W 68/07 –, Rn. 36, juris). Daran ist auch nach der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 - II ZB 23/14 festzuhalten. Auch aus verfassungsrechtlicher Sicht ist unbedenklich, wenn die fachgerichtliche Angemessenheitsprüfung darauf beschränkt wird, ob „die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge ... auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar sind" (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10, Leitsatz 2b und Rn. 29).

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

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

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

Die Ertragswertmethode nach IDW S 1 i.d.F. 2008, auf die die Bewertungsgutachterin hier zurückgegriffen hat, bleibt gleichwohl eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte und in der Bewertungspraxis gebräuchliche, deshalb auch anerkannte und zulässige Bewertungsmethode (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris

Rn. 85; OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 78, juris; vgl. auch BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003 – II ZB 17/01 –, Rn. 7, juris).

4. Maßgeblicher Bewertungsstichtag

Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist der Tag, an dem die Hauptversammlung den Übertragungsbeschluss gefasst hat, hier also der **25. Juli 2016**.

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

1. Grundsätzliches

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

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

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

Einzelne Antragsteller tragen vor, die Vergangenheitsanalyse könne „unmöglich" als Ausgangsbasis für eine Unternehmensplanung dienen. Sie begründen dies insbesondere mit der These, bei der VBH habe es in der Vergangenheit außergewöhnliche Wertberichtigungen gegeben (etwa Antragsteller Ziff. 46, Bl. 402; Ziff. 47, Bl. 410; Ziff. 48, Bl. 421; Ziff. 54, Bl. 433 d.A.). Dieser Argumentation kann nicht gefolgt werden. Erstens haben die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin rechnerische Bereinigungen der Vergangenheitszahlen vorgenommen, um die Zahlen besser vergleichbar zu machen. Zweitens entspricht es der in der Bewertungspraxis üblichen und fachlich nicht zu beanstandenden Vorgehensweise, bei der Bewertung zur Bemessung einer Abfindung wegen einer Strukturmaßnahme die Planzahlen des Unternehmens für

die Zukunft nicht unbesehen zugrunde zu legen, sondern diese – wie hier geschehen – mithilfe einer Vergangenheitsanalyse zu plausibilisieren. Dementsprechend bildet die Vergangenheitsanalyse auch nach IDW S1 den Ausgangspunkt für die Prognose und deren Plausibilisierung (vgl. Tz. 72 ff., 82 ff.). Drittens: Ob der Vorstand bei seiner Planung an real erwirtschaftete Vergangenheitszahlen „anknüpft" und ob und inwieweit er sich hieran orientiert, ist eine andere Frage, die im Bereich der Planungsautonomie der Unternehmensleitung liegt.

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

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

Im Spruchverfahren sind deshalb vorhandene Planungsrechnungen auf ihre Plausibilität zu überprüfen. Eine richterliche Korrektur der Planung im Spruchverfahren ist grundsätzlich nur dann zulässig, wenn die der Bewertung zugrunde gelegte

eigenverantwortliche Planung des Unternehmens nicht plausibel und unrealistisch ist. Fehlen allerdings Planungsrechnungen oder sind sie nicht plausibel, so sind sachgerechte Prognosen zu treffen oder Anpassungen vorzunehmen (OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013 – 20 W 4/12 –, Rn. 84; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 30; Zwirner/Zimny/Lindmayr in Petersen/Zwirner Handbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. 2017, C. 4 Rn. 62 Seite 288; zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit der Beschränkung auf eine Plausibilitätsprüfung BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10 –, Rn. 12, 30).

2. Der Bewertung zugrunde liegende Planzahlen (Detailplanungszeitraum)

Dem Bewertungsgutachten liegt folgende Ertragsplanung der VBH für den Detailplanungszeitraum 2016 bis 2020 zugrunde (BewGA Seite 35; Hervorhebung durch das Gericht; zum Vorliegen von „Originalzahlen" vgl. Antragserwiderung S. 22, Bl. 613 d.A.):

Gewinn- und Verlustrechnung Konzern IFRS	2013 TEUR IST ber.	2014 TEUR IST ber.	2015 TEUR IST ber.	2016 TEUR FC	2017 TEUR PLAN	2018 TEUR PLAN	2019 TEUR PLAN	2020 TEUR PLAN
Umsatzerlöse	692.430	659.132	608.559	**607.947**	**625.094**	**650.831**	**676.210**	**710.439**
Materialaufwand	-533.075	-503.034	-465.118	-464.828	-476.229	-495.414	-514.289	-540.023
Rohergebnis	159.355	156.098	143.441	**143.119**	**148.865**	**155.417**	**161.921**	**170.416**
in % Umsatzerlöse	*23%*	*24%*	*24%*	*24%*	*24%*	*24%*	*24%*	*24%*
Personalaufwand	-81.574	-80.954	-76.269	-76.659	-76.538	-77.339	-79.270	-81.357
Sonstige betr. Erträge	9.379	7.759	5.534	3.743	3.995	4.214	4.265	4.278
Sonstige betr. Aufwendungen	-69.108	-62.576	-56.940	-58.315	-55.603	-57.729	-53.172	-53.273
EBITDA	18.052	20.327	11.766	**11.887**	**20.719**	**24.563**	**33.745**	**40.065**
in % Umsatzerlöse	*3%*	*3%*	*2%*	*2%*	*3%*	*4%*	*5%*	*6%*
Abschreibungen	-4.821	-5.296	-4.574	-4.776	-4.898	-6.029	-6.036	-6.204
EBIT	13.231	15.031	7.192	**7.112**	**15.821**	**18.534**	**27.709**	**33.861**
in % Umsatzerlöse	*2%*	*2%*	*1%*	*1%*	*3%*	*3%*	*4%*	*5%*
Finanzergebnis	-8.629	-8.170	-5.917	-4.565	-4.263	-5.184	-4.905	-4.534
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	4.602	6.861	1.275	**2.546**	**11.558**	**13.350**	**22.804**	**29.327**
in % Umsatzerlöse	*1%*	*1%*	*0%*	*0%*	*2%*	*2%*	*3%*	*4%*
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-4.321	-4.065	-2.914	-2.571	-2.703	-1.692	-2.869	-3.304
Latente Steuern	282	-1.008	-84	33	24	16	0	0
Jahresergebnis	563	1.884	-1.719	**8**	**8.880**	**11.674**	**19.935**	**26.023**
in % Umsatzerlöse	*0%*	*0%*	*-0%*	*0%*	*1%*	*2%*	*3%*	*4%*

Laut Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin hat die Bewertungsgutachterin (Stand: Datum des Bewertungsgutachtens) folgende in Bezug auf das Finanzergebnis und die Steuern modifizierte Zahlen verwendet (PB Seite 27), wobei auf die Anpassungen durch die Bewertungsgutachterin noch zurückzukommen sein wird:

Angepasste Planungsrechnung

Gewinn- und Verlustrechnung Konzern IFRS (TEUR)	2016 FC	2017 PLAN	2018 PLAN	2019 PLAN	2020 PLAN
Umsatzerlöse	607.947	625.094	650.831	676.210	710.439
Materialaufwand	(464.828)	(476.229)	(495.414)	(514.289)	(540.023)
Rohergebnis	**143.119**	**148.865**	**155.417**	**161.921**	**170.416**
in % Umsatzerlöse	*24%*	*24%*	*24%*	*24%*	*24%*
Personalaufwand	(76.659)	(76.538)	(77.339)	(79.270)	(81.357)
Sonstige betr. Erträge	3.743	3.995	4.214	4.265	4.278
Sonstige betr. Aufwendungen	(58.315)	(55.603)	(57.729)	(53.172)	(53.273)
EBITDA	**11.887**	**20.719**	**24.563**	**33.745**	**40.065**
in % Umsatzerlöse	*2%*	*3%*	*4%*	*5%*	*6%*
Abschreibungen	(4.776)	(4.898)	(6.029)	(6.036)	(6.204)
EBIT	**7.112**	**15.821**	**18.534**	**27.709**	**33.861**
in % Umsatzerlöse	*1%*	*3%*	*3%*	*4%*	*5%*
Finanzergebnis	(4.182)	(4.080)	(4.518)	(4.960)	(4.887)
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	**2.930**	**11.741**	**14.016**	**22.748**	**28.974**
in % Umsatzerlöse	*0%*	*2%*	*2%*	*3%*	*4%*
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	(2.685)	(3.092)	(3.459)	(4.212)	(4.949)
Latente Steuern	33	24	16	-	-
Jahresergebnis	**278**	**8.673**	**10.572**	**18.536**	**24.025**
in % Umsatzerlöse	*0%*	*1%*	*2%*	*3%*	*3%*

Die Zahlen sind bis zum EBIT identisch. Unterschiede gibt es erst ab dem Finanzergebnis.

Inwieweit die Planzahlen durch die unter A. I. erwähnte geplante Veräußerung der türkischen Tochtergesellschaft konkret modifiziert werden müssten, ergibt sich weder aus den Stichtagserklärungen der VBH, der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin noch aus der Antragserwiderung der Antragsgegnerin. Auf gerichtliche Nachfrage hat die Antragsgegnerin mit Schriftsatz vom 08. November 2018 die in den Planzahlen enthaltenen Effekte aus der Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft quantifiziert (Bl. 923 d.A.). Hierauf wird später noch einzugehen sein.

3. Planungsprozess und allgemeine Einwände gegen die Planzahlen

a. Eigenverantwortliche Planung für die Jahre 2016 bis 2020

aa. Aus dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht ergibt sich, dass es dem üblichen Planungsprozess im VBH-Konzern entspricht, alljährlich im dritten Quartal nach dem Gegenstromprinzip (kombiniert aus Bottom-up- und Top-down-Planung) eine detaillierte Planung auf Konzernebene für das Folgejahr, eine Mittelfristplanung für die folgenden vier Jahre sowie eine Investitions- und Personalplanung aufzustellen. Diese Planung beinhaltet Einzelplanungen sämtlicher Tochtergesellschaften im In- und Ausland (BewGA Seite 34; PB Seite 18).

Die ursprüngliche Budgetplanung der VBH für die Jahre 2016 bis 2020 („Detailplanungsphase") wurde, wie sich dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht entnehmen lässt (BewGA Seite 34 f.; PB Seite 19), vom Vorstand und Aufsichtsrat der VBH am 09. Dezember 2015 verabschiedet und einstimmig beschlossen. Der sachverständige Prüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 ausdrücklich bestätigt, dass diese Planung (nach seinen Erkenntnissen) im regulären Planungsprozess erstellt worden sei (Bl. 979 d.A.). Die Kammer hat insoweit keine hinreichenden tatsächlichen Anhaltspunkte für eine andere Beurteilung.

bb. Die Kammer geht davon aus, dass die ursprüngliche Planung am 01. Juni 2016 von der Gesellschaft modifiziert wurde, wie bereits im Bewertungsgutachten angegeben (BewGA Seite 34, 35).

Der sachverständige Prüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 erklärt, der Vorstand habe die Planzahlen aktualisiert und die neuen Zahlen auch dem Aufsichtsrat zugänglich gemacht (Bl. 977 d.A.). Unter Berücksichtigung der vorausgegangenen Einbeziehung des Aufsichtsrats am 20. Mai 2016 ist diese Vorgehensweise bei der Planung in formaler Hinsicht nicht zu beanstanden.

Bei der VBH gab es zwar keine regelmäßige unterjährige rollierende Planung (Bl. 980 d.A.). Anlass für die Modifizierung der ursprünglichen Planzahlen zum 01. Juni 2016 waren aber nachvollziehbar begründete, realistisch erscheinende unternehmerische Entscheidungen: Der Planung vom Dezember 2015 hatte die Prämisse der Gesellschaft zugrunde gelegen, dass – als wirtschaftlichste Lösung - ein Zentrallager errichtet werde, für das man etwa 10 Mio. EUR in einen Neubau hätte investieren müssen. Die Gesellschaft war aber nicht in der Lage, Mittel in dieser Größenordnung aufzubringen, wie der sachverständige Prüfer ausgeführt hat (Bl. 977 d.A.). Der damalige Vorstandssprecher der Gesellschafter , der beim Termin am 20. November 2018 anwesend war, verwies auf den hohen Anteil der Fremdfinanzierung. Die angesprochenen Banken seien trotz Wirtschaftlichkeit des Konzepts nicht zur Finanzierung bereit gewesen. Deshalb sei der Vorstand gezwungen gewesen, die Planung abzuändern und sich auf eine etwas weniger wirtschaftlichere Lösung zu beschränken, welche die Modernisierung zweier Lager beinhaltete (Bl. 980 f. d.A.). Das bedeutete für die Planung, dass einerseits Investitionen in einer Größenordnung von 10 Mio. EUR für das Zentrallagerkonzept nicht anfielen, dass aber andererseits die dadurch

erhofften Kosteneinsparungen von etwa einer Million EUR jährlich auch nicht zu erreichen waren, wie der sachverständige Prüfer bei der Anhörung erklärt hat (Bl. 978 d.A.).

Der Aufsichtsrat hat, dem Bewertungsgutachten zufolge, am 20. Mai 2016 der modifizierten Umsetzung des geplanten und für die Sanierung bedeutsamen Lagerkonzeptes zugestimmt (BewGA Seite 34). Wie sich aus der Antragserwiderung ergibt, ging es auch um die Entscheidung, Logistikinvestitionen zu verschieben (Bl. 634 d.A.). Das führte zur Aktualisierung der Planzahlen zum 01. Juni 2016. Die neuen Planzahlen hat der Vorstand der VBH sowohl der Bewertungsgutachterin als auch der sachverständigen Prüferin am 08. Juni 2016 erläutert (BewGA Seite 34; PB Seite 19).

Dass das Zentrallagerkonzept und dessen Umsetzung einschließlich der erfolgreichen Finanzierung der benötigten Logistik-Immobilie von grundlegender Bedeutung für die weitere wirtschaftliche Entwicklung der VBH-Gruppe und damit auch für die Planzahlen im Detailplanungszeitraum war, ist bereits daran zu erkennen, dass es im Sanierungsgutachten der Unternehmensberatung (vgl. oben A.) als eine der Voraussetzungen für eine erfolgreiche Sanierung aufgeführt ist (PB Seite 23, 24).

Es ist nicht zu beanstanden und war im Gegenteil sogar geboten, dass die VBH die Modifizierung des Zentrallagerkonzepts – letztlich also den Verzicht auf die Investition in ein Zentrallager auf absehbare Zeit – bei der Planung in Form einer Aktualisierung der Planzahlen berücksichtigt hat. Hätten die Organe der Gesellschaft trotz damals fehlender Finanzierbarkeit des Zentrallagerkonzepts an den unveränderten Planzahlen vom Dezember 2015 festgehalten, so hätten sie sich dem Vorwurf ausgesetzt, im Hinblick auf Investitionskosten und nachhaltige Kosteneinsparungen nicht realistische Planungsannahmen beibehalten zu haben. Die am 01. Juni 2016 getroffene Entscheidung, die Planzahlen vom Dezember 2015 zu modifizieren, beruhte in Bezug auf die Lagerlogistik auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen.

Ob der Vorstand bei der den Übertragungsbeschluss fassenden Hauptversammlung sinngemäß erklärt hat, es handle sich um eine „Übergangslösung" und die Umsetzung des Zentrallagerkonzepts sei nur verschoben, wie vom Antragsteller Ziff. 34 behauptet (Bl. 980 d.A.), kann dahingestellt bleiben, denn jedenfalls stand die Realisierung des Zentrallagers unter einem Finanzierungsvorbehalt, und da eine Finanzierung am Bewertungsstichtag nicht realistisch war und zudem sogar noch entsprechende Beschlüsse über eine Modifizierung des ursprünglichen Konzepts gefasst worden waren,

kann die Umsetzung des Zentrallagerkonzepts nicht als integraler Bestandteil einer realistischen unternehmerischen Planung zum Bewertungsstichtag angesehen werden.

Dass die modifizierte Planung vom 01. Juni 2016 per E-Mail an die Bewertungsgutachterin übersandt wurde, ist als Formalie nicht zu beanstanden. Da es grundsätzlich auf die am Bewertungsstichtag aktuellste Planung des Unternehmens ankommt, ist entgegen der Auffassung einiger Antragsteller (u.a. Ziff. 22, Bl. 143; Ziff. 23, Bl. 166; Ziff. 30, Bl. 208; Ziff. 33, Bl. 254 d.A.) nicht von Bedeutung, dass die Planzahlen vom 01. Juni 2016 erst nach gerichtlicher Bestellung der sachverständigen Prüferin erstellt wurden.

Auch die vom Prozessbevollmächtigten der Antragsteller Ziff. 22, 23, 30 und 33 angesprochene (Bl. 981 d.A.) Mitwirkung des Vorstandsmitglieds , zugleich Mitglied der Gründerfamilie der VBH (Übertragungsbericht Seite 9), an der Planung gibt keinen Anlass, die Planzahlen in Frage zu stellen, zumal die Behauptung, sei erst 2016 in den Vorstand eingetreten, ausweislich des Handelsregisterauszugs falsch ist, denn danach wurde er bereits im Jahr 2015 in den Vorstand berufen (Bl. 982 d.A.).

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die Zahlen für die Detailplanungsphase vom Dezember 2015 einem regulären Planungsprozess der VBH entnommen sind und es für die Änderung zum 01. Juni 2016 eine sachlich nachvollziehbare unternehmerische Begründung gibt. Konkrete Anhaltspunkte für „anlassbezogene" Plananpassungen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14, Rn. 82; Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O., § 34 bei Fn. 291 m.w.N.) liegen insoweit nicht vor.

b. Anpassung der Planzahlen vom 01. Juni 2016 durch die Bewertungsgutachterin

Obwohl bereits die VBH selbst im Rahmen ihres regulären Planungsprozesses eine die Gewinn- und Verlustrechnung, die Bilanz und den Cash Flow umfassende jährliche Budgetplanung vornimmt (BewGA Seite 34), hat die Bewertungsgutachterin einige Korrekturen vorgenommen, die sie im Bewertungsgutachten offengelegt hat (BewGA Seite 39). Diese Plananpassungen betreffen drei Aspekte: erstens die Eliminierung von Planzahlen einer 2015 veräußerten Gesellschaft mit Sitz in Irland, an der die VBH beteiligt gewesen war; zweitens die Aufnahme von Zahlen für die in der Budgetplanung der VBH nicht enthaltenen „Zweckgesellschaft" Gedalia mbH & Co. KG; drittens die bei der Konzerngesamtplanung nicht berücksichtigte Ertragsteuer. Nach dem Vortrag der

Antragsgegnerin schlagen sich die vorgenommenen Plananpassungen lediglich in zwei Positionen der Plan-Gewinn- und Verlustrechnung nieder: beim Finanzergebnis und bei den Steuern vom Einkommen und Ertrag (Bl. 613 d.A.).

In Bezug auf die ersten beiden Punkte hat die Bewertungsgutachterin offenkundige Fehler der Budgetplanung des Unternehmens korrigiert. Der dritte Punkt - die Erstellung einer vom Unternehmen nicht oder nicht vollständig aufgestellten Steuerplanung im Rahmen des Bewertungsprozesses - ist als Ergänzung der Unternehmensplanung vollkommen üblich und ebenfalls nicht zu beanstanden.

Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 für die sachverständige Prüferin bestätigt, dass die vorstehend genannten, von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Anpassungen sachgerecht waren (Bl. 981 f. d.A.).

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

Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen, vorstehend erörterten Anpassungen mit Auswirkungen auf das Finanzergebnis und die Steuern vom Einkommen und Ertrag erklären zudem, weshalb die in der Tabelle auf Seite 35 des Bewertungsgutachtens angegebenen Jahresergebnisse nicht identisch sind mit denjenigen, mit denen in der Tabelle auf Seite 55 des Bewertungsgutachtens weitergerechnet wurde. Die Überleitungsrechnung wurde von der Antragsgegnerin in der Antragserwiderung präsentiert (Bl. 613 d.A.).

c. Weitere grundsätzliche Einwände

Der Antragsteller Ziff. 41 behauptet, es fehle an einer eigenständigen Unternehmensbewertung durch die Bewertungsgutachterin und durch die sachverständige Prüferin, der Vorstand der VBH habe sich in „wirtschaftlicher Abhängigkeit" von der Antragsgegnerin als „Hauptaktionärin" befunden und die Planzahlen des Vorstands seien nicht von neutraler Hand erstellt worden (Bl. 340 d.A.). Dem ist entgegenzuhalten, dass erstens auch bei der Bewertung einer abhängigen Gesellschaft im Spruchverfahren grundsätzlich auf die Planung des Unternehmens abzustellen ist – nicht zuletzt, weil Unternehmensplanung Aufgabe der Unternehmensleitung ist und nicht Aufgabe staatlicher Gerichte, wie bereits ausgeführt -, dass zweitens die behauptete „Abhängigkeit" von der Antragsgegnerin frühestens im Zusammenhang mit Einbringung der VBH-Aktien in die Antragsgegnerin, die am 06. Juni 2016 vollzogen wurde, entstanden sein kann, dass aber die ursprünglichen Planzahlen vom Dezember 2015 und die aktualisierten Planzahlen vom 01. Juni 2016 stammen und dass drittens insbesondere die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Plananpassungen als auch ihre Fortentwicklung der Prognose für den „Terminal Value" (für den es keine eigenen Planzahlen des Unternehmens gab) zeigen, dass die Bewertungsgutachterin selbst eine Bewertung vorgenommen und nicht lediglich eine vom Vorstand „vorgegebene" gutgeheißen hat.

d. Zwischenergebnis

Die oben abgedruckten, bei der Bewertung zugrunde gelegten Planzahlen sind als eigenverantwortliche Planung der VBH einschließlich der oben erörterten punktuellen, sachlich gerechtfertigten und angemessenen Plananpassungen durch die Bewertungsgutachterin zu akzeptieren.

e. Auswirkungen der (geplanten) Veräußerung der türkischen Tochtergesellschaft?

Wie bereits oben (A. I. 3.) ausgeführt, hatte die Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft schon vor dem Bewertungsstichtag zur Diskussion gestanden. Zu einer Veräußerung der Beteiligung ist es aber im Ergebnis weder vor noch nach dem Bewertungsstichtag gekommen.

Die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin waren ausweislich ihrer Stichtagserklärungen (vgl. 31 O 22/16 KfH AktG) der Auffassung, dass die am Bewertungsstichtag geplante, aber (auch später) nicht realisierte Veräußerung der

Mehrheitsbeteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft wertmindernd berücksichtigt werden dürfe bzw. sogar müsse und dass dieser wertmindernde Effekt den werterhöhenden Effekt kompensiere, der sich als Folge der Verringerung des Basiszinssatzes (dazu später) zwischen dem Zeitpunkt der Erstellung von Bewertungsgutachten und Prüfungsbericht und dem Bewertungsstichtag ergab. Einige Antragsteller haben diese These kritisch hinterfragt und auf die fehlende Quantifizierung hingewiesen.

Der Sachverhalt war Gegenstand des Beschlusses vom 26. Oktober 2018, der viele Sachverhaltsfragen an die Antragsgegnerin enthielt (Bl. 870 f. d.A.), zweier Schriftsätze der Antragsgegnerin vom 08. November 2018 und 29. November 2018 (Bl. 918 ff., 1009 ff. d.A.) sowie der mündlichen Verhandlung am 20. November 2018 (Bl. 983 ff. d.A.).

Die Bewertungsgutachterin hat die geplanten Ergebnisbeiträge der türkischen Tochtergesellschaft komplett aus den Planzahlen eliminiert. Die sachverständige Prüferin hielt dies für sachgerecht (Bl. 984 d.A.).

Die Kammer ist der Auffassung, dass die positiven Ergebnisbeiträge der türkischen Tochtergesellschaft (wiedergegeben im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 08. November 2018, Seite 6, Bl. 923 d.A.) bei der Bewertung nicht hätten zum Nachteil der abfindungsberechtigten Aktionäre eliminiert werden dürfen, und zwar aus folgenden Gründen: Für einen „wertmindernden Effekt" fehlt es bereits an einer hinreichend konkreten eigenen Entscheidung des für die unternehmerische Planung verantwortlichen Vorstands, dass die bisherigen Planzahlen geändert werden müssten (unten aa). Das Stichtagsprinzip spricht für die Berücksichtigung der positiven Wertbeiträge der türkischen Tochtergesellschaft (unten bb). Auch andere, von Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung am 20. November 2018 angeführte Erwägungen, die für die Eliminierung des Wertbeitrags sprechen sollen, vermögen die Kammer nicht zu überzeugen (unten cc).

aa. Wegen des Sachverhalts wird zunächst auf die Darstellung unter A. I. 3. verwiesen. Soweit es um mögliche Auswirkungen auf die Planzahlen geht, die die Entscheidung von Vorstand und Aufsichtsrat vom 19. bzw. 20. Juli 2016 haben konnte, die Verhandlungen über die potentielle Veräußerung der Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft „wieder aufzunehmen" (oben A. I. 3.), so war in Bezug auf den Planungsprozess bereits der auf konkrete gerichtliche Nachfrage gehaltene schriftsätzliche Vortrag der Antragsgegnerin unklar: Einerseits spricht sie in diesem Punkt von „vom Bewertungsgutachter vorgenommenen Plananpassungen", andererseits von einer Plananpassung, die „dem Bewertungsgutachter zur Verfügung gestellt wurde" (Bl. 922,

923 d.A.). Unstreitig existiert insoweit keine durch die für die Unternehmensplanung zuständigen Organe der VBH formell verabschiedete (weitere) modifizierte Planung (Bl. 923, 985 d.A.). Im Termin am 20. November 2018 hat die Antragsgegnerin klargestellt, dass der Bewertungsgutachterin lediglich „die Zahlen der betroffenen türkischen Tochtergesellschaft" zur Verfügung gestellt worden seien und diese dann (selbst) „die Planzahlen angepasst" habe (Bl. 983 d.A.).

Weder der Vorstandsbeschluss vom 19. Juli 2016 noch der Aufsichtsratsbeschluss vom 20. Juli 2016 (Bl. 935, 936 d.A.) befassen sich ausdrücklich mit einer Aktualisierung der unternehmerischen Planzahlen vom Dezember 2015, die anlässlich des geänderten Zentrallagerkonzepts zuletzt zum 01. Juni 2016 geändert worden waren. In den Entscheidungen, die die Wiederaufnahme der Verkaufsverhandlungen in Bezug auf die Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft zum Gegenstand haben, werden potentielle Auswirkungen auf verabschiedete Planzahlen nicht einmal angedeutet.

Auch die bereits im Februar 2016 im Vorstand geführte Diskussion um die Zukunft der türkischen Beteiligungsgesellschaft (vgl. A. I. 3.) hatte den Vorstand offensichtlich nicht dazu veranlasst, die in den Planzahlen vom Dezember 2015 wie auch in den aktualisierten Planzahlen vom 01. Juni 2016 enthaltenen geplanten Ergebnisbeiträge zu eliminieren.

Es kann weder festgestellt werden, dass eine etwaige weitere Modifizierung der schon aktualisierten Planzahlen vom 01. Juni 2016 einem regulären Planungsprozess der hierfür zuständigen Organmitglieder der VBH entstammt, noch kann festgestellt werden, dass sich der mehrköpfige Vorstand der VBH als Gremium bei der Beschlussfassung vom 19. Juli 2016 über die „Wiederaufnahme" der Verkaufsverhandlungen überhaupt explizit damit befasst hat, ob und ggf. wie sich die getroffene Entscheidung über die Wiederaufnahme der Verkaufsverhandlungen oder der aktuellen politischen Entwicklungen in der Türkei auf die Planzahlen des Unternehmens auswirken könnte – und dies, obwohl anlässlich des geplanten verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" eine Unternehmensbewertung im Gange war und es auf die Planzahlen ankam. Letztlich beschränkte sich die konkrete Mitwirkung der Gesellschaft an der von der Bewertungsgutachterin in Bezug auf die türkische Tochtergesellschaft vorgenommenen Änderung der Planzahlen darauf, die in den vorgelegten Planzahlen enthaltenen Beiträge der Beteiligung gesondert an die Bewertungsgutachterin zu übermitteln. Es fehlt eine dokumentierte unternehmerische Einschätzung des mehrköpfigen Vorstandsgremiums, dass es auch sachgerecht und realistisch sei, diese Zahlen für die Bewertung zum

Stichtag zu eliminieren, sei es nach der Einschätzung der möglichen Reaktion des Minderheitsgesellschafters auf die Wiederaufnahme der Verhandlungen, sei es etwa allgemein mit Blick auf Entwicklungen in der Türkei. Zugleich ist festzuhalten, dass das „Herausnehmen" der geplanten Ergebnisbeiträge der türkischen Tochtergesellschaft aus den Planzahlen durch die Bewertungsgutachterin trotz Nichtveräußerung bis zum Bewertungsstichtag nicht lediglich eine übliche bewertungstechnische Modifikation zur Herbeiführung der Konsistenz etwa der Ertrags-, Steuer- und Finanzplanung darstellt.

Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 bestätigt, dass es lediglich Schreiben zur Verkaufsabsicht und eine Darstellung der Gesellschaft gegeben habe, welche Zahlen in der Planung enthalten waren, aber keine geänderte Konzernplanung „ohne die Türkei" (Bl. 986 d.A.).

Die vorhandene Beschlusslage (19. / 20. Juli 2016, Bl. 935, 936) allein rechtfertigt auch unter Berücksichtigung der vorausgegangenen unternehmensinternen Diskussion (insbesondere Präsentation Bl. 926 ff. d.A.) jedenfalls nicht die eigenmächtige Anpassung der Planzahlen durch die Bewertungsgutachterin, die damit letztlich die Geschäftspolitik des zu bewertenden Unternehmens im Bereich der Planung „an sich gezogen" hat, statt gegebenenfalls auf eine nochmalige formale Planungsanpassung zu drängen, wenn sie der Auffassung war, die zuvor zugrunde gelegten Planzahlen seien nicht mehr realistisch (dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 162; OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 129; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 12. November 2015 – I-26 W 9/14 (AktE) –, Rn. 33; Ihlau/Duscha, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung 6. Aufl. a.a.O. Seite 813).

bb. Ungeachtet dieses eher formalen Aspekts sprechen auch materielle Gesichtspunkte für die Einbeziehung des positiven Wertbeitrags der türkischen Tochtergesellschaft und gegen die Berücksichtigung eines etwaigen wertmindernden Effekts aus der am Bewertungsstichtag beabsichtigten, aber später doch nicht umgesetzten Veräußerung der Beteiligung. In erster Linie geht es hier um das bei der Angemessenheitsprüfung zu beachtende Stichtagsprinzip, um die Anwendung der und Abgrenzung zur „Wurzeltheorie" und um die Frage realistischer Planungsannahmen.

aaa. *Erstens* muss ein Unternehmen für die Bestimmung der angemessenen Abfindung nach einem „Squeeze Out" so bewertet werden, wie es am Bewertungsstichtag „steht und liegt". Maßgebend sind nach dem „Stichtagsprinzip" grundsätzlich „die Organisationsverhältnisse und die wirtschaftlichen und rechtlichen Strukturen des

Unternehmens ..., die am Bewertungsstichtag vorhanden waren" (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114-135, Rn. 40). Am Bewertungsstichtag war die türkische Tochtergesellschaft mehrheitlich in der Hand der VBH. Sie betrieb Geschäfte, erwirtschaftete Erträge und hatte – wenn auch wenige – Mitarbeiter (Bl. 926 ff. d.A., Seite 2/3 der Vorstandspräsentation). An der Konzernierung hat sich nach dem Bewertungsstichtag nichts geändert, im Gegenteil, hat die VBH später sogar die Anteile des früheren Minderheitsgesellschafters erworben, mit dem sie zunächst Verkaufsverhandlungen über ihre eigene Beteiligung geführt hatte.

Wie sich aus der vorgelegten internen Präsentation zur Vorstandssitzung am 25. Februar 2016 ergibt, war zwar auch über die Liquidation gesprochen worden. Der Vorstand ging aber für den Fall der Liquidation von einem gegenüber der Fortführung um 1,4 Mio. EUR höheren Bedarf an liquiden Mitteln aus und betrachtete auch die kurzfristig (bezogen auf den Dreijahreszeitraum 2016 bis 2018) mit -3,5 Mio. EUR im Vergleich deutlich negativeren Auswirkungen einer Liquidation auf das Konzernergebnis als bei einer Fortführung (vgl. Bl. 926 ff. d.A., Seite 7/8 der Präsentation). Der Umstand, dass bis zum Bewertungsstichtag keine Liquidation beschlossen wurde, spricht dafür, dass die Liquidation zu diesem Zeitpunkt keine ernstzunehmende Entscheidungsalternative war.

bbb. *Zweitens:* Die „Wurzeltheorie" des BGH ermöglicht zwar auch die Berücksichtigung von Entwicklungen, die „am Stichtag schon angelegt waren" (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114-135, Rn. 40; BGH, Beschluss vom 04. März 1998 – II ZB 5/97 –, BGHZ 138, 136-142, Rn. 11). In der grundlegenden Entscheidung von 1973 hatte der BGH mit der Formulierung „Entwicklungen, die am Stichtag erkennbar geworden sind", als zusätzliche Einschränkung noch auf die subjektive Komponente der Erkennbarkeit bzw. Vorhersehbarkeit abgestellt (BGH, Urteil vom 17. Januar 1973 – IV ZR 142/70 –, Rn. 17, juris; vgl. dazu OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. Oktober 2003 – 4 W 34/93 –, Rn. 21, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11 –, Rn. 97, juris; Zwirner/Zimny/Lindenmayr, in Petersen/Zwirner a.a.O. C.4 Fn. 62 Seite 288; kritisch zur „Wurzeltheorie" u.a. Hüttemann/Mayer, in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, Seite 340 ff.). Ungeachtet der in der Literatur geäußerten grundsätzlichen Kritik an der „Wurzeltheorie", sprechen der BGH und die Obergerichte in diesem Zusammenhang aber regelmäßig von nach dem Stichtag „eingetretenen (tatsächlichen) Entwicklungen" (BGH, Beschluss vom 29. September 2015 – II ZB 23/14 –, BGHZ 207, 114-135, Rn. 40; BGH, Beschluss vom 04. März 1998 – II ZB 5/97 –, BGHZ 138, 136-142, Rn. 11; OLG Stuttgart,

Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 133, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. Oktober 2003 – 4 W 34/93 –, Rn. 21, juris).

Wie bereits ausgeführt, ist es zu der Entwicklung, über die die Organe der VBH vor dem Bewertungsstichtag gesprochen haben, nämlich zur „Trennung" des Konzerns von der türkischen Tochtergesellschaft, nie gekommen. Es geht vielmehr um die Frage, ob und wann bei der Bewertung von der am Bewertungsstichtag denkbaren, aber weder zum Stichtag noch später umgesetzten Veräußerung einer Geschäftseinheit ausgegangen werden darf.

Bereits in der grundlegenden Entscheidung zur „Wurzeltheorie" von 1973 hat der BGH in diesem Zusammenhang die potentielle Veräußerung einer Unternehmensabteilung der Liquidation gleichgestellt. Der BGH hat ausgeführt, dass Verbindlichkeiten, die erst mit einer Veräußerung oder Liquidation entstünden, nicht zum Nachteil des Berechtigten vom Unternehmenswert abgezogen werden dürfen, wenn eine Veräußerung oder Liquidation nicht stattfindet. Wenn das Unternehmen, wie im vom BGH entschiedenen Fall, unstreitig fortgeführt werden sollte und auch fortgeführt worden ist, dürfe nicht der Liquidationswert angesetzt werden. Bewertungsgrundlage müsse dann die angenommene Fortführung des Unternehmensteils sein, und zwar selbst bei dessen Ertragslosigkeit (BGH, Urteil vom 17. Januar 1973 – IV ZR 142/70 –, Rn. 14, juris). Für die hier relevante türkische Beteiligungsgesellschaft, die sogar noch positive Wertbeiträge leistet, gilt das erst Recht.

Zusammenfassend geht es bei der „Wurzeltheorie" ausschließlich um die Berücksichtigungsfähigkeit von Entwicklungen, die (erst) nach dem Bewertungsstichtag tatsächlich eingetreten sind, die aber bereits vor dem Stichtag „angelegt" und absehbar oder vorhersehbar waren. Sie betrifft nicht die hier relevante Frage der Berücksichtigungsfähigkeit einer unternehmerischen Entscheidung, die vor dem Bewertungsstichtag getroffen, danach aber nicht erfolgreich umgesetzt werden konnte.

ccc. *Drittens:* Die bei der Unternehmensbewertung zugrunde gelegten Planungsannahmen müssen realistisch sein und dürfen, wie bereits ausgeführt, nicht in sich widersprüchlich sein. Unter Berücksichtigung der Planungshoheit des Vorstands ist im Spruchverfahren zu prüfen, ob diese Widerspruchsfreiheit gegeben ist und ob die Geschäftsführung auf der Grundlage zutreffender Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen geplant hat und „auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen durfte, ihre Planung sei realistisch" (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli

2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 75; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011 – 21 W 7/11 –, Rn. 48, juris; weitere Fundstellen vgl. oben).

Deshalb ist hier die Frage aufzuwerfen, ob am Bewertungsstichtag mit den Zahlen der (fortgeführten) türkischen Tochtergesellschaft geplant werden durfte oder musste, oder ob angesichts der damaligen Beschlusslage und des Verhandlungsstandes im Sinne von „Erwartungswerten" davon ausgegangen werden durfte oder musste, die Beteiligung würde bald veräußert.

Selbst wenn man die geplante Beteiligungsveräußerung aufgrund der Beschlüsse vom 19. und 20. Juli 2016 als festen Bestandteil der (geänderten) Unternehmensstrategie („Rückzug aus der Türkei") ansehen würde, und selbst wenn Vorstand und Aufsichtsrat in den Beschlüssen vom 19. und 20. Juli 2016 oder wenigstens vor dem Bewertungsstichtag formal ausdrücklich festgelegt hätten, dass die unternehmerischen Planzahlen vom Dezember 2015 bzw. vom 01. Juni 2016 aufgrund der Entscheidung über die Wiederaufnahme der Verkaufsverhandlungen angepasst werden müssten, wäre im Rahmen der Angemessenheitsprüfung zu fragen, wie realistisch die (tatsächlich nur durch die Bewertungsgutachterin vorgenommene) Plananpassung denn war.

Eine vom Vorstand aufgestellte Unternehmensplanung beruht nur dann auf „realistischen" Annahmen, wenn sie „Erwartungswerte" abbildet, verstanden als arithmetisches Mittel aller für möglich gehaltenen, mit ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit gewichteten Szenarien (dazu Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert 3. Aufl. 2018, Seite 405; Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung 6. Aufl., Seite 314, 877).

Die seitens der Gesellschaft gegenüber der sachverständigen Prüferin aufgestellte Behauptung, die Wahrscheinlichkeit für die Realisierung der Transaktion habe bei über 50% gelegen (Bl. 983 d.A.), ist schon angesichts des weiteren schriftsätzlichen Vortrags der Antragsgegnerin zweifelhaft, wonach der Kaufinteressent stets betont habe, nicht zur (Finanzierung der) Darlehensrückzahlung in der Lage zu sein (Bl. 921 d.A.). Der gemeinsame Vertreter ist der Behauptung im Termin am 20. November 2018 entgegengetreten und hat darauf hingewiesen, dass nach den eigenen von den Gremien der Gesellschaft formulierten Bedingungen der Beteiligungsveräußerung und der eigenen schriftsätzlichen Darstellung der Antragsgegnerin die Realisierungswahrscheinlichkeit der Transaktion „gleich Null" gewesen sei (Bl. 985 d.A.). Die streitige Behauptung der Antragsgegnerin ist zur Überzeugung der Kammer nicht bewiesen und nach den vorgelegten Dokumenten auch nicht belegbar. Das ergibt sich aus Folgendem:

Dem Vorstandsbeschluss vom 19. Juli 2016 lag offensichtlich die Annahme zugrunde, der potentielle Käufer der VBH-Anteile an der türkischen Tochtergesellschaft sei bereit, bei einem Kaufpreis von 1 EUR mindestens die Hälfte der von der VBH ausgereichten Darlehen von 900.000 EUR in drei Raten (davon die erste bei Anteilsübertragung zu bezahlende mindestens 1/3) zurückzuführen, und hierzu auch finanziell in der Lage. Dass es sich hierbei um Mindesterwartungen handelte, geht aus dem vorgelegten Aufsichtsratsbeschluss vom 20. Juli 2016 deutlich hervor, in dem der Aufsichtsrat dem Vorstand empfohlen hatte, abweichend vom Vorstandsbeschluss und den Vorbemerkungen des Aufsichtsratsbeschlusses sogar eine höhere erste Rate zu vereinbaren, die dort als „Kaufpreisrate" bezeichnet ist, mit der aber nur die Darlehensrückzahlung gemeint gewesen sein kann. Der Aufsichtsrat stimmte der vorgeschlagenen „Fortführung der Vertragsverhandlungen" nur mit der Maßgabe zu, dass die Konsortialbanken zustimmen und dass das Eigentum an den Geschäftsanteilen „erst nach Zahlung der ersten Kaufpreisrate übergeht" (Bl. 935, 936 d.A.).

Die in den vorgelegten Beschlüssen zum Ausdruck gebrachten Prämissen für weitere Verhandlungen waren aber schon zum Zeitpunkt der Beschlussfassung am 19./20. Juli 2016 und erst Recht am Bewertungsstichtag nicht (mehr) realistisch, wie sich aus folgenden Punkten ergibt:

(1) Der Minderheitsgesellschafter hatte in seinem E-Mail vom 10. Juni 2016 ausgehend von einem Kaufpreis von 1 EUR eine Zahlung von 3.000.000 TL (entsprechend einem Gegenwert von rund 570.000 EUR bei einem Umrechnungskurs von 0,19 EUR/TL) in drei Raten jeweils zum Jahresende 2016, 2017 und 2018 in Aussicht gestellt. Zugleich hatte er aber darauf hingewiesen, dass weder er selbst noch die türkische Gesellschaft finanziell in der Lage sei, einen neuen Kredit aufzunehmen oder eine (werthaltige) Garantie, Bürgschaft o.ä. („letter of guarantee") zur Sicherung der Darlehensrückzahlungsansprüche der deutschen Muttergesellschaft VBH abzugeben (Bl. 1006-1):

> „My credit status is not suitable to supply a new credit or letter of guarantee due to the past records of another company of mine.
>
> Credit status of VBH-TR is not different than my credit status. The sustainability of its current credit status depends upon only the German partner i.e. VBH-D. This means that it is impossible to supply credit for VBH-TR from banks."

Wie der Minderheitsgesellschafter die Raten der insgesamt angegebenen 3.000.000 TL am Jahresende 2016, 2017 bzw. 2018 finanzieren wollte, ist unklar.

Daran hat sich offenkundig weder bis zum Zeitpunkt der Beschlussfassung am 19./20. Juli 2016 noch bis zum Bewertungsstichtag 25. Juli 2016 etwas geändert. Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 bestätigt, dass der Interessent die Finanzierung „nicht hinbekommen" habe. Aus der Nachfrage und seiner Antwort ergibt sich auch, dass der Erwerber keine Finanzierungsbestätigung vorlegen konnte (Bl. 984 d.A.). Die Antragsgegnerin hat selbst im Schriftsatz vom 08. November 2018 vorgetragen (Bl. 921 d.A.):

> „Der Kaufinteressent hat immer betont, dass er den Kaufpreis von EUR 1,00 bezahlen kann, allerdings nicht die Rückzahlung des Gesellschafterdarlehens."

Dieser Vortrag entspricht offenkundig den Tatsachen.

Unter den im Vorstands- und Aufsichtsratsbeschluss genannten Prämissen zur Darlehensrückzahlung war die Wahrscheinlichkeit einer Beteiligungsveräußerung an den Minderheitsgesellschafter gleich Null. Für die Wiederaufnahme von Verkaufsverhandlungen zu abweichenden, für die VBH schlechteren Konditionen (etwa: Finanzierung des Kaufpreises bzw. der Darlehensrückzahlung erst nach Übertragung der Anteile aus etwaigen laufenden Einnahmen der türkischen Gesellschaft) lag keine Zustimmung des Aufsichtsrats vor. Der Aufsichtsrat hatte der Fortsetzung der Verhandlungen nur mit der Maßgabe zugestimmt, dass die erste Rate vor Anteilsübergang bezahlt werde (Bl. 936 d.A.). Die Anteile zum symbolischen Kaufpreis von 1 EUR zu veräußern und zu übertragen und allein auf die Durchsetzung schuldrechtlicher Darlehensrückzahlungsansprüche gegen die laut Ausführungen des Minderheitsgesellschafters ohne Unterstützung der deutschen Muttergesellschaft kreditunwürdige (Bl. 1006-1 d.A.) türkische Tochtergesellschaft angewiesen zu sein, ohne Sicherheiten zu erlangen, hätte angesichts der geplanten positiven Ergebnisbeiträge der türkischen Tochtergesellschaft (Bl. 923 d.A.) unternehmerisch wenig Sinn ergeben. Eine erfolgreiche Veräußerung zu den in den Beschlüssen von Vorstand und Aufsichtsrat formulierten Konditionen hätte also zunächst die Suche nach einem solventeren Kaufinteressenten erfordert.

(2) In zeitlicher Hinsicht kommt Folgendes hinzu: Wie das Datum der Vertraulichkeitserklärung vom 04. April 2016 (Bl. 932 ff. d.A.) und des E-Mails des Minderheitsgesellschafters vom 10. Juni 2016 mit dem konkreten, letztlich für die VBH

jedoch objektiv wirtschaftlich uninteressanten „Angebot" (Bl. 1006-1 d.A.) zeigen, lagen die Verhandlungen mit dem Minderheitsgesellschafter zum Zeitpunkt der Beschlussfassung vom 19./20. Juli 2016 schon einige Zeit zurück. Ob der Minderheitsgesellschafter am 19./20. Juli 2016 und am Bewertungsstichtag 25. Juli 2016 überhaupt noch interessiert war, die Mehrheitsbeteiligung der VBH zu erwerben, ist fraglich. Denn er hatte am 10. Juni 2016 geschrieben (Bl. 1006-1 d.A.):

> „Please consider my proposal. If your answer is positive, I am ready to take over the company **within July 16**. If your answer is negative, **let's finalize the problems between VBH-TR and immediately** and everyone should focus on his own works."

Ob der Minderheitsgesellschafter damit den „16. Juli" oder „Juli 2016" meinte, kann dahingestellt bleiben. Die VBH hat das „Angebot" jedenfalls nicht zeitnah angenommen, und es gibt keine Anhaltspunkte für irgendeine Reaktion der VBH vor dem 19./20. Juli 2016. Auch die Wortwahl in der Vorbemerkung zum Aufsichtsratsbeschluss, der Vorstand bitte den Aufsichtsrat um Zustimmung, dass die Verhandlungen mit dem Minderheitsgesellschafter „**wieder aufgenommen**" werden sollten (Bl. 936 d.A., erste Seite der Niederschrift), spricht dafür, dass die Verhandlungen davor zum Erliegen gekommen waren und deshalb nicht lediglich „fortgesetzt" werden mussten. Hätte man bei der VBH (bereits vor dem 19. Juli 2016) Anlass gesehen, auf das „Angebot" vom 10. Juni 2016 einzugehen, wäre zu erwarten gewesen, dass man zeitnah danach und nicht erst am 20. Juli 2016 einen entsprechenden Aufsichtsratsbeschluss herbeiführt und sich dann dem Kaufinteressenten gegenüber erklärt. Das ist nicht geschehen. Die Antragsgegnerin führt dazu schriftsätzlich aus: „Nach anschließender eingehender Prüfung des Vorstands der VBH kam es jedoch zunächst nicht zu der anvisierten Transaktion. ..." Weiter ist von einem Festhalten an der Veräußerungsabsicht die Rede, aber nicht von einer etwaigen nahtlosen Fortsetzung der Verhandlungen zwischen dem 10. Juni 2016 und dem 19./20. Juli 2016 (Bl. 1010 d.A.).

Für den erfolgreichen Abschluss der Transaktion kam es im Übrigen nicht nur auf den Willen der VBH, sondern auch auf denjenigen des Minderheitsgesellschafters an. Es gibt aber keine Erkenntnisse darüber, ob der Minderheitsgesellschafter angesichts der damals aktuellen Entwicklungen in der Türkei in der Nacht vom 15. auf den 16. Juli 2016 („Putschversuch") und der weiteren Entwicklungen bis zum Bewertungsstichtag überhaupt noch Interesse daran hatte, die Anteile zu erwerben, ganz gleich zu welchen Bedingungen. Immerhin waren gerade die damals aktuellen Entwicklungen laut Angaben der Antragsgegnerin der Anlass, ihre Beteiligung veräußern zu wollen. Sie konnten daher

auch für einen Kaufinteressenten Anlass sein, begonnene und ins Stocken geratene oder durch unterbliebene zeitnahe Äußerung konkludent abgebrochene Verhandlungen nicht wieder aufzunehmen. Aus dem Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 29. November 2016 geht nicht hervor, dass die VBH nach den Beschlüssen vom 19./20. Juli 2016 und vor dem Bewertungsstichtag Kontakt mit dem Minderheitsgesellschafter aufgenommen hätte und ob er sich an sein „Angebot" vom 10. Juni 2016, das er mit der zitierten Bitte um eine rasche Klärung verbunden hatte, angesichts der damals aktuellen Entwicklungen noch gebunden fühlte. Sie trägt zwar unwidersprochen vor, es habe keine „gegenlautende Äußerung" des gegeben (Bl. 1011 d.A.). Die Kammer geht jedoch davon aus, dass von der Antragsgegnerin vorgetragen worden wäre, wenn auf eine etwaige Kontaktaufnahme der VBH am oder nach dem 20. Juli 2016 positiv reagiert hätte. Ist jedoch durch die Ereignisse in der Türkei am 16. Juli 2016 eine neue Lage entstanden, könnte aus bloßem Schweigen des nicht auf sein fortbestehendes Erwerbsinteresse geschlossen werden.

Ohnehin waren die nun von beiden Seiten formulierten Bedingungen (10. Juni bzw. 19./20. Juli 2016) unvereinbar miteinander. Die Antragsgegnerin behauptet zwar im Schriftsatz vom 29. November 2016, dass „die Höhe der Gegenleistung" festgestanden habe (Bl. 1011 d.A.). Das kann jedoch nicht genügen, denn wirtschaftlich betrachtet lagen die Verhandlungspartner bezüglich der Frage des Zeitpunkts der Darlehensrückzahlung bzw. der Absicherung der Darlehensansprüche weit auseinander. Während der Vorstand im Vorstandsbeschluss ausdrücklich formuliert hatte und auch der Aufsichtsrat der VBH wünschte, dass zumindest die erste Darlehensrate bereits vor Anteilsübertragung bezahlt werde (Bl. 935, 936 d.A.), ergab sich aus dem E-Mail von vom 10. Juni 2016, dass er hierzu nicht in der Lage war und eine erste Rate überhaupt erst am Jahresende 2016 bezahlt werden könne – also nach der Anteilsübertragung, die nach seiner Vorstellung rasch, noch im Juli 2016 erfolgen sollte (Bl. 1006-1 d.A.). Während am 10. Juni 2016 drei gleich hohe Raten vorgeschlagen hatte, empfahl der Aufsichtsrat am 20. Juli 2016, „in den weiteren Verhandlungen eine Erhöhung der ersten Kaufpreisrate" (gemeint: Darlehensrückzahlung) zu vereinbaren. Dass Vorstand und Aufsichtsrat das am 10. Juni 2016 unterbreitete „Angebot" des seinerzeit nicht als annahmefähig beurteilten, wird auch durch den schriftsätzlichen Vortrag der Antragsgegnerin bestätigt, wonach die Organe „zu diesem Zeitpunkt ... eine Verbesserung des Angebots von " wünschten (Bl. 1010 d.A.). Der Inhalt der am 19./20. Juli 2016 gefassten Beschlüsse deutet nicht darauf hin, dass Vorstand und

Aufsichtsrat von dem eigenen Wunsch (Bl. 1010 d.A.) nach einer Verbesserung des Käuferangebots vom 10. Juni 2016 bis zum Tag der Beschlussfassung abgerückt wären.

Zu den im Vorstands- und Aufsichtsratsbeschluss genannten Konditionen hätte eine Veräußerung realistischerweise aber nur erfolgen können, wenn der Kaufinteressent abweichend von seiner Darstellung am 10. Juni 2016 doch in der Lage gewesen wäre, die gewünschte Teilrückzahlung des Darlehens schon zum Zeitpunkt der Anteilsübertragung zu finanzieren. Hierfür gibt es keine Anhaltspunkte.

Soweit die Antragsgegnerin versucht, durch schriftsätzlichen Vortrag den Eindruck zu erwecken, dass man sich am Bewertungsstichtag mit dem Kaufinteressenten über alle Punkte einig gewesen sei (vgl. Bl. 1011 d.A.), wäre eine solche Würdigung der tatsächlichen Situation im Ergebnis mit den vorgelegten Dokumenten unvereinbar und aus Sicht der Kammer nicht überzeugend.

Unter Berücksichtigung aller Umstände war es objektiv betrachtet unrealistisch, am Bewertungsstichtag von einer baldigen Veräußerung der Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft auszugehen und aus diesem Grunde deren positiven Wertbeitrag in der Planungsrechnung zu eliminieren.

cc. Wirtschaftsprüfer hat für die sachverständige Prüferin bei der Anhörung am 20. November 2018 noch einen weiteren Gesichtspunkt genannt, der die Eliminierung der Wertbeiträge der Wertbeiträge der türkischen Beteiligung rechtfertigen soll – (wohl) unabhängig von der oben erörterten Realisierungswahrscheinlichkeit der Beteiligungsveräußerung: Man habe die Auskunft bekommen, dass eine Prognose aufgrund der Umstürze in der Türkei „relativ schwierig" sei und dass „auf sehr lange Sicht kein positives Ergebnis dort herauskommen würde", man rechne „mit einem geringen Ergebnis" und sehe selbst bei einer Veräußerung zum symbolischen Betrag von 1 EUR einen Vorteil in der Rückzahlung der Darlehen. Aus den Gesprächen mit dem Vorstand habe er „mitgenommen, dass die Planung anzupassen wäre" (Bl. 983 d.A.). Es sei glaubhaft gewesen, „jedenfalls von einer Verschlechterung in der Türkei" auszugehen (Bl. 984 d.A.). Die Wertauswirkungen seien dieselben, ob man von einem Verkauf bei dadurch reduziertem Umsatz und wegfallendem Ergebnis oder davon ausgehe, dass die VBH die Beteiligung behält, aber „auf absehbare Zeit keine Dividende erhält" (Bl. 985 d.A.).

Die von der Bewertungsgutachterin vorgenommene und von der sachverständigen Prüferin gebilligte vollständige Eliminierung der von der Antragsgegnerin genannten positiven Wertbeiträge der Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft (Bl. 923 d.A.: immerhin 6 Mio. EUR Umsatzerwartung 2016, EBIT-Beitrag 158,66 TEUR für 2016, mit Erhöhungen in den folgenden Planjahren) ist aus Sicht der Kammer aber allein durch die politischen Entwicklungen, die es in der Türkei in der Nacht vom 15. auf den 16. Juli 2016 („Putschversuch") und in den darauffolgenden Tagen bis zum Bewertungsstichtag gegeben hat, nicht plausibel zu begründen.

Erstens ist zwar nachvollziehbar, dass die genannten politischen Entwicklungen unmittelbare Auswirkungen auf Gerichtsverfahren in der Türkei haben konnten und daher auch die türkische Tochtergesellschaft mittelbar betreffen konnten, die laut Vorbemerkung des Vorstandsbeschlusses in laufende „zivile und strafrechtliche Gerichtsverfahren" in der Türkei verwickelt war (Bl. 935 d.A.). Selbst wenn man unterstellt, dass die entstandene politische Unsicherheit die Neigung von Investoren reduzieren konnte, in der Türkei zu investieren, war am Bewertungsstichtag nicht ersichtlich, inwieweit sich das auf die Entwicklung der Baubranche in der Türkei und speziell auf den für die VBH relevanten Markt der Fensterbeschläge auswirken würde. Es fehlen überzeugende Argumente dafür, dass man hätte davon ausgehen können, dass infolge der politischen Entwicklungen in der Türkei dort keine Fenster- und Türenbeschläge mehr benötigt wurden und dass es zu einem Absinken des Umsatzes oder der Marge auf Null kommen könnte. Erst wenn eine solche negative wirtschaftliche Entwicklung bereits wenige Tage nach dem „Putschversuch" am Bewertungsstichtag (25. Juli 2016) absehbar und realistisch gewesen wäre, was nicht der Fall war, hätte eine Eliminierung des positiven türkischen Ergebnisbeitrags gerechtfertigt sein können. Im vorliegenden Verfahren wurden auch keine konkreten Anhaltspunkte dafür vorgetragen, dass der türkische Staat seinerzeit Ausschüttungssperren oder enteignungsgleiche Eingriffe in die Eigentumsverhältnisse türkischer Kapitalgesellschaften geplant hätte, die mehrheitlich in „ausländischer" Hand waren.

Zweitens scheint auch der für die Planung verantwortliche Vorstand der VBH bis zum Bewertungsstichtag nicht davon ausgegangen zu sein, dass die damaligen politischen Entwicklungen sich derart gravierend auf die Geschäftstätigkeit der türkischen Tochtergesellschaft auswirken würden, dass die berücksichtigten türkischen Planzahlen zwingend auf Null zu reduzieren wären. In der an die sachverständige Prüferin adressierten Stichtagserklärung der VBH vom 25. Juli 2016 heißt es:

„... Des Weiteren hat der Vorstand der VBH Holding AG auskunftsgemäß in dem Zeitraum zwischen dem Abschluss der Bewertung der VBH Holding AG und dem Bewertungsstichtag 25. Juli 2016 beschlossen, **aufgrund der aktuellen politischen Entwicklung** in der Türkei die **Verhandlungen zum Verkauf** der VBH Kapi ve Pencere Sistemleri San. Ve. Tic. A.S., Bacilar/Istanbul, Türkei (nachfolgend VBH Türkei) **wieder aufzunehmen**. Der Aufsichtsrat der VBH Holding AG hat nach unserer Kenntnis einem möglichen Verkauf der VBH Türkei in der Aufsichtsratssitzung vom 20. Juli 2016 zugestimmt.

Darüber hinaus hat die VBH Holding AG ihr Geschäft auskunftsgemäß im gewöhnlichen Umfang fortgesetzt und es ist zu keinen wesentlichen Transaktionen oder weiteren außergewöhnlichen Effekten gekommen. Nach unserer Kenntnis sind neben den oben genannten Effekten **keine weiteren wesentlichen Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage der Gesellschaft oder sonstige Umstände eingetreten**.

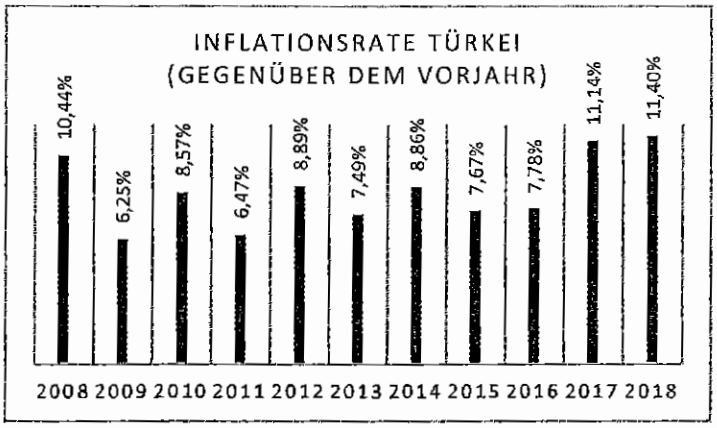
Neben den oben genannten Punkten sind uns **keine weiteren Umstände bekannt geworden, aufgrund derer** die in Ihrem Prüfungsbericht vom 14. Juni 2016 zugrunde gelegten strategische Ausrichtung sowie **die Planungsrechnung einschließlich der dort getroffenen Prämissen nicht den aktuellen Erwartungen der VBH Holding entsprechen**. ..." (*Hervorhebungen durch die Kammer*)

Aus dem Vorstandsbeschluss vom 19. Juli 2016 ergibt sich lediglich ein allgemeiner Hinweis auf eine „kritisch" gesehene „ökonomische Entwicklung der Türkei". Auch aus dem Beschluss des Aufsichtsrats ergeben sich keine Anhaltspunkte dafür, dass die Organe der VBH am Bewertungsstichtag aufgrund der politischen Entwicklungen bereits mit einem künftigen „Nullergebnis" der türkischen Tochtergesellschaft gerechnet hätten und dass die zugehörigen Planzahlen obsolet geworden seien (Bl. 935, 936 d.A.). Beide Beschlüsse sind auf die Wiederaufnahme der Veräußerungsverhandlungen fokussiert, nicht etwa auf die angeblich verschlechterte Ertragslage in der Türkei.

In der Vorstandspräsentation vom Februar 2016 ist in Bezug auf die türkische Gesellschaft sogar von einer „nachhaltigen Rohertragssteigerung seit 2013" und einer „deutlichen Verbesserung" des EBIT und des EBT seit 2012 die Rede. „Einzig in 2015 kam es aufgrund der geopolitisch unruhigen Lage zu erheblichen Währungsverlusten und Umsatzeinbußen" (Bl. 926 Rs., 927 d.A.). Erhebliche Schwankungen des Währungskurses, gegen die man sich zudem hätte absichern können, gab es auch vor dem 16. Juli 2016, wie aus der Vorstandspräsentation ersichtlich (vgl. Bl. 929 Rs. d.A.).

Soweit Wirtschaftsprüfer die hohe Inflation als Argument herangezogen hat (Bl. 984 d.A.), ist festzuhalten, dass die Inflationsrate in der Türkei im Jahr 2016 nach den Zahlen des Internationalen Währungsfonds unter derjenigen der Jahre 2008, 2010, 2012

und 2014 lag (Quelle: https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2018/01/weodata/download.aspx, „World Economic Outlook Database, April 2018", Datei „By Countries", Datensatz „PCPIPCH", „Inflation, average consumer prices):



Quelle: IMF, Grafik selbst erstellt

Inflations- und Währungskursrisiken haben den Vorstand der VBH im Übrigen nicht davon abgehalten, in den Planzahlen vom Dezember 2015 und den aktualisierten Zahlen vom 01. Juni 2016 einen ausgehend von 6 Mio. EUR kontinuierlich steigenden Umsatz und einen ebenfalls steigenden EBIT-Beitrag zu veranschlagen. Die Kammer ist nicht davon überzeugt, dass aufgrund der Ereignisse am und nach dem 16. Juli 2016 am Bewertungsstichtag eine auf Null reduzierte Erwartungshaltung des Vorstands bestanden haben soll und auch nicht davon, dass eine solche Erwartung realistisch gewesen wäre.

dd. Nach alledem war die Bewertung auf der Grundlage der im Bewertungsgutachten genannten, von der Bewertungsgutachterin in anderen Punkten (Finanzergebnis, Steuern) zu Recht modifizierten Planzahlen Stand 01. Juni 2016 unter Einschluss der Beträge der Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft vorzunehmen.

4. Plausibilität der Planzahlen für die Detailplanungsphase 2016 bis 2020

Wie bereits ausgeführt (oben 1.), unterliegen die auf den Detailplanungszeitraum 2016 bis 2020 bezogenen Planzahlen der VBH, im Spruchverfahren nur einer eingeschränkten gerichtlichen Überprüfung auf Plausibilität.

a. Prüfung anhand von Vergangenheitszahlen und Branchenvergleich

aa. Vergangenheitsanalyse

Sowohl die Bewertungsgutachterin (BewGA Seite 33) als auch die sachverständige Prüferin (PB Seite 19 ff.) haben eine Vergangenheitsanalyse zur Überprüfung der

Planungstreue und Plausibilisierung vorgenommen. Anlässlich der Anhörung am 20. November 2018 hat die sachverständige Prüferin die Vergangenheitsanalyse für einzelne Kennzahlen sogar bis ins Jahr 1998 ausgedehnt (Bl. 990, 1006 d.A.).

bb. Branchenvergleich

Die Kammer geht davon aus, dass „ohne fundierte Kenntnisse des spezifischen Marktes, in dem ein Unternehmen tätig ist, eine Unternehmensplanung weder verifiziert noch modelliert werden kann" (vgl. das Zitat von Habbel/Krause/Ollmann bei Wollny, a.a.O. Seite 262). Dementsprechend sind sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin auf den für die Bewertung der VBH relevanten Markt (Baustoffhandel, insbesondere Fenster- und Haustürenmarkt), auf die Positionierung der VBH in diesem Markt unter Berücksichtigung der 2015 begonnenen Sanierung und auf Markterwartungen eingegangen (BewGA Seite 24 ff.; PB Seite 25 ff.).

cc. Keine Pflicht zum Abgleich mit „Erfolgsvorgaben in Vorstandsverträgen"

Einige Antragsteller kritisieren, dass kein Abgleich der Planung mit den „Erfolgsvorgaben" in „Vorstandsverträgen" vorgenommen worden sei, und behaupten, dass „allgemein bekannt" sei, dass Vorstandsverträge „stets auf der ganzen Linie realistische Erfolgsvorgaben beinhalten" (u.a. Antragstellerin Ziff. 22, Bl. 144; Ziff. 23, Bl. 167; Ziff. 30, Bl. 209; Ziff. 33, Bl. 255 d.A.).

Bei den Planzahlen, die der Unternehmensbewertung zugrunde gelegt werden, muss es sich um realistische „Erwartungswerte" handeln (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. September 2011 – 20 W 6/08 –, Rn. 133, juris). Ziel der Planung, die im Rahmen des Ertragswertverfahrens Grundlage einer objektiven Unternehmensbewertung sein soll, ist nicht die Schaffung von Anreizen für das Management, bestimmte Maßnahmen umzusetzen oder wirtschaftliche Ziele zu erreichen, sondern die Darstellung von Erwartungswerten möglicher künftiger Ausschüttungen, die es dann zu diskontieren gilt (vgl. zu letzterem Gleißner, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 6. Aufl. 2015, Seite 877; Wollny, a.a.O. Seite 24 f. und zur Erwartungswertbildung Seite 405 ff.). Darin unterscheidet sich eine für die Unternehmensbewertung geeignete unternehmerische Planung von betriebswirtschaftlichen Zielen, deren Erreichen Voraussetzung für besondere „incentives" etwa im Rahmen von Bonuszusagen ist und die als Anreiz für besonderes Engagement des Vorstands prämiert werden sollen; solche

Ziele müssen nicht zwingend realistisch sein, es muss insbesondere nicht gleich wahrscheinlich sein, dass sie eintreten oder nicht.

Entgegen der Behauptung der Antragsteller kann nicht davon ausgegangen werden, dass Bonuszusagen o.ä. in Vorstandsdienstverträgen „stets" an realistische Erwartungswerte anknüpfen würden (so aber z.B. Antragsteller Ziff. 22, Bl. 144 d.A.; Ziff. 23, Bl. 167; Ziff. 30, Bl. 210; Ziff. 33, Bl. 255 d.A.). Eine „Anreizplanung" (davon handelt etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Dezember 2017 – I-26 W 8/15 (AktE) –, Rn. 24, juris) oder Zielvorgaben, die im Rahmen von Bonuszusagen vorgegeben werden, bilden daher bei der Unternehmensbewertung keinen tauglichen Maßstab zur Überprüfung der Güte und Plausibilität einer Ertragsplanung aufgrund von realistischen Erwartungswerten.

Im Fall der VBH kommt hinzu, dass der zitierte Vortrag der Antragsteller offenkundig ins Blaue hinein gehalten und nicht durch hinreichende Fakten untermauert ist. Es wird nicht dargetan, ob und welche konkreten „Erfolgsvorgaben" die Vorstandsdienstverträge enthalten sollen und um welche wann abgeschlossenen Verträge es überhaupt gehen soll. Eine diesbezügliche Sachverhaltsermittlung durch das Gericht von Amts wegen liefe angesichts des durch §§ 4 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4, 8 Abs. 3, 9 und 10 SpruchG dem Beibringungsgrundsatz angenäherten Verfahrens trotz grundsätzlicher Geltung des Amtsermittlungsgrundsatzes auf eine unzulässige Ausforschung hinaus (vgl. LG München I, Beschluss vom 21. Juni 2013 – 5 HK O 19183/09 –, Rn. 342, juris). Im Übrigen hat die Anhörung der sachverständigen Prüfer ergeben, dass nach deren Kenntnisstand, der auf entsprechenden Auskünften der Vorstandsmitglieder beruht, als Voraussetzung für Bonuszahlungen bei der VBH lediglich die Planung erreicht werden musste (Bl. 982 d.A.). Dass sich die Erfolgsvorgaben von den Planzahlen unterschieden, lässt sich damit nicht feststellen. Der von den Antragstellern geforderte „Abgleich" geht bei identischen Zahlen ins Leere.

b. Synergien

Einige Antragsteller thematisieren die Behandlung von Synergieeffekten bei der Unternehmensbewertung.

So meinen etwa die Antragsteller Ziff. 13 bis 21, 35, 41, 45, 61, 62 und 63, es seien nicht berücksichtigte unechte Synergieeffekte „zu prüfen" (Bl. 80, 112 d.A.), bzw. „zu klären, inwieweit Synergieeffekte in der Planungsrechnung berücksichtigt wurden" (Bl. 280, 343, 397, 522 Rs. d.A.). Dieser Vortrag ist in tatsächlicher Hinsicht unverständlich und ohne

Substanz. Denn bei der Antragsgegnerin handelte es sich – bis zum Erwerb der Aktien an der VBH - um eine Vorratsgesellschaft ohne eigene Geschäftstätigkeit, so dass nicht ersichtlich ist, welche konkreten Synergieeffekte überhaupt gemeint sein sollen und woraus sie bereits vor dem Bewertungsstichtag entstanden sein sollen.

Die Gesellschaft musste auf „stand alone-Basis" für die Zwecke der Abfindungsbestimmung nach § 327a AktG so bewertet werden, wie sie ohne die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär stünde (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 169, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11 –, Rn. 146, juris). Es durften nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung finden, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können. Der Anspruch auf angemessene Abfindung gewährt kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen, die sich (für den früheren Haupt- und dann Alleinaktionär oder für die Gesellschaft) ohne den „Squeeze Out" gar nicht ergeben hätten (vgl. zur entsprechenden Situation beim Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Februar 2000 – 4 W 15/98 –, Rn. 23, juris; vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 94, juris m.w.N.). Auf den IDW S1-Standard i.d.F. 2008 (Abschnitt 4.4.2, Tz. 32 ff.) wird verwiesen, wonach unechte Synergieeffekte, d.h. solche, die sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen, nur zu berücksichtigen sind, wenn und insoweit die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind. Die im Übertragungsbericht genannten Gründe für den Ausschluss der Minderheitsaktionäre (Flexibilität, Transaktionssicherheit, Kosteneinsparungen, insbesondere von Hauptversammlungskosten und Kosten der Börsennotierung, vgl. Übertragungsbericht Seite 23 f.) lassen keine bei der Bewertung zu Gunsten der Minderheitsaktionäre zu berücksichtigenden Aspekte erkennen.

c. Plausibilisierung der Planzahlen im Einzelnen

Die der Bewertung zugrunde gelegten Zahlen für den Detailplanungszeitraum 2016 bis 2020 erweisen sich einschließlich der von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen punktuellen Korrekturen beim Finanzergebnis und bei den Steuern als plausibel und nicht korrekturbedürftig, mit der Maßgabe, dass die anteiligen, positiven Wertbeiträge der türkischen Tochtergesellschaft mit zu berücksichtigen bleiben.

Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 für die sachverständige Prüferin bestätigt, der Vorstand habe „vernünftigerweise annehmen" dürfen, dass seine Planung realistisch sei (Bl. 987 d.A.).

aa. Umsatzerlöse

Einige Antragsteller halten die Planung der Gesellschaft für den Detailplanungszeitraum 2016 bis 2020 für zu pessimistisch und verweisen etwa darauf, der Großhandel mit Baubeschlägen sei ein „interessanter Nischenmarkt" (so etwa Antragsteller Ziff. 13 bis 21, Bl. 82, 115 d.A.), oder im Wohnungsbau gebe es auch aufgrund energetischer Maßnahmen sowie Förderprogrammen „enorme Wachstumschancen" (so etwa Antragstellerin Ziff. 35, Bl. 278 d.A.). Manche Antragsteller meinen, angesichts des Wohnungsbaubooms müsse ein höheres Umsatzwachstum zugrunde gelegt werden (etwa Antragsteller Ziff. 9 bis 12, Bl. 59 d.A.).

Soweit sich die vorstehende Kritik auf die geplanten Umsatzerlöse der Detailplanungsphase bezieht, ist zunächst richtig, dass es am Bewertungsstichtag eine allgemeine, positive Entwicklung der Bauwirtschaft gab. Im Bewertungsgutachten ist etwa vom weiter expandierenden Wohnungsmarkt, einem wachsenden Sanierungs-, Renovierungs- und Modernisierungsmarkt und davon die Rede, dass die Baustoffbranche mit Umsätzen „mindestens auf Vorjahresniveau" gerechnet habe (BewGA Seite 24). Der „Bauboom" wurde also bei der Bewertung durchaus berücksichtigt.

Bei der VBH jedoch ging der Konzernumsatz bereits von 2008 bis 2009 von rund 863 Mio. EUR auf rund 754 Mio. EUR zurück (Bl. 362, 402, 421 Rs., 433 d.A.). Im Jahr 2011 erholte sich der Umsatz zwar wieder auf rund 780 Mio. EUR, im Folgejahr 2012 fiel er dann jedoch auf rund 747 Mio. EUR (Bl. 365 d.A.). Im Jahr 2013 lag er (bereinigt) sogar nur noch bei rund 692 Mio. und fiel dann 2014 auf unter 660 Mio. (BewGA Seite 35). In der Folgezeit bis 2015 ging er dann noch einmal deutlich auf rund 609 Mio. EUR zurück (BewGA Seite 35). Damit lag der Umsatz 2015 etwa 12% unter dem des Jahres 2013 (BewGA Seite 19) und rund 30% unter demjenigen des Jahres 2008.

Der in Deutschland generierte Umsatzanteil betrug dabei über 50% des Gesamtvolumens, und hier fiel der Umsatz 2014 um rund 27,8 Mio. EUR und 2015 noch einmal um weitere rund 19 Mio. EUR; per Saldo entspricht das bis 2015 einem Rückgang von ebenfalls rund 12% gegenüber dem Niveau von 2013 (BewGA Seite 20).

Diese Entwicklung zeigt, dass die Umsatzentwicklung der Gesellschaft bezogen auf die jüngste Vergangenheit vor dem Bewertungsstichtag nicht von dem allgemein positiven Trend der Branche profitieren konnte.

Die negative Entwicklung bei der VBH in der jüngsten Vergangenheit vor dem Bewertungsstichtag bei gleichzeitig positiver Branchenentwicklung deutet auf „hausgemachte" Probleme hin. Die Bewertungsgutachterin nennt als Ursachen die Einführung eines ERP-Systems („Enterprise-Resource-Planning") im Jahr 2013, die hohe Personalfluktuation im Vertrieb der VBH, die umfangreichen Sanierungsmaßnahmen von 2015 (u.a. Personalreduktion) und osteuropäische Importe nach Deutschland (BewGA Seite 20). Dass die Gesellschaft im ersten Jahr im Wesentlichen auf Basis des Vorjahres geplant hat, ist aus Sicht von Wirtschaftsprüfer der Restrukturierung geschuldet, und die Planung für die Folgejahre habe auf der Prämisse beruht, dass es trotz Weggangs vieler Vertriebsmitarbeiter, die am Bewertungsstichtag bereits bei der Konkurrenz tätig waren, der VBH gelingt, zu Wettbewerbern abgewanderte Kunden zurückzugewinnen (Bl. 987, 988 d.A.). Diese bei der Anhörung geäußerte Einschätzung teilt die Kammer.

Die Gesellschaft war am Bewertungsstichtag ein „Sanierungsfall", und nach dem Eindruck der Kammer war klar, dass die laufende Sanierung sich absehbar noch über Jahre erstrecken würde. Soweit ersichtlich, fehlten der VBH wichtige Alleinstellungsmerkmale im Bereich des Handels mit Beschlägen, und auch die Sanierungsziele hätten nach den Angaben von Wirtschaftsprüfer nicht zu solchen Alleinstellungsmerkmalen im Markt geführt (Bl. 989 d.A.). Bei fehlenden Alleinstellungsmerkmalen und bei in der Vergangenheit gemachten Fehlern, die sich negativ auf Kundenbeziehungen ausgewirkt und zum Abwandern von Kunden geführt hatten, musste es zunächst darum gehen, den Abwärtstrend beim Umsatz zu stoppen, das Umsatzniveau jedenfalls zu stabilisieren und sodann wieder zu erhöhen, um verloren gegangene Marktanteile wiederzugewinnen. Dem damaligen, d.h. am Bewertungsstichtag bzw. zum Zeitpunkt der Planung tätigen Management der VBH ist zu konzedieren, dass eine verlässliche Planung für die Zukunft aufgrund der laufenden Sanierungsbemühungen und aufgrund der bereits vorhandenen „Spuren" in den in jüngster Vergangenheit erwirtschafteten Jahresergebnissen mit besonderen Schwierigkeiten verbunden war. Einige Antragsteller räumen sogar ein, dass eine verlässliche Planung in dieser Situation „nicht möglich" sei (so etwa Antragsteller Ziff. 43, Bl. 361; Ziff. 46, Bl. 401; Ziff. 54, Bl. 433 d.A.). Wegen der grundsätzlichen Planungsautonomie der Gesellschaft und der eingeschränkten gerichtlichen Überprüfung unternehmerischer Entscheidungen und Prognosen ist in einer solchen

Sanierungssituation besonders kritisch zu prüfen, bevor eine vom Vorstand erstellte Planung für die nächsten Jahre vom Gericht ohne stichhaltige Gründe wegen vermeintlich mangelnder Plausibilität durch eine eigene Schätzung ersetzt wird, wie von einigen Antragstellern erhofft.

Hinzu kommt, dass die VBH seinerzeit nur etwa 11% ihres Gesamtumsatzes mit Produkten der Eigenmarke „greenteQ" erwirtschaftete (BewGA Seite 29). Dabei handelt es sich nicht etwa um den Handel mit selbst hergestellten Eigenprodukten, sondern um den Handel mit in China bezogenen „No-name"-Produktion, die man mit eigenem „Label" versah, mit dem Ziel, höhere Margen zu erzielen (vgl. Bl. 987 d.A.). Gewinnspannen wie im Falle einer echten Eigenproduktion waren damit aber nicht erreichbar. Die Idee konnte außerdem von Konkurrenten nachgeahmt werden.

Im Übrigen weist die sachverständige Prüferin im Prüfungsbericht darauf hin, dass die deutschen Fensterhersteller einem Konsolidierungsdruck unterliegen, insbesondere weil tiefpreisige polnische Hersteller europaweit, d.h. auch im Hauptmarkt der VBH in Deutschland, im Volumengeschäft aktiv sind, und dass die VBH Wettbewerbsnachteile gegenüber Konkurrenten in den Bereichen „Online-Handel" und „Zentraler Artikelstamm" habe (PB Seite 25, 26). Im Bewertungsgutachten ist von zunehmenden Importen von Fertigfenstern aus Zentralosteuropa die Rede, weshalb ein Rückgang bei Inlandskunden erwartet werde (BewGA Seite 24). Der gleichzeitigen Annahme eines künftig anhaltenden „Baubooms" steht das nicht entgegen. Durch die Importe konnten sich Marktanteile zulasten der VBH verschieben, was nicht zwangsläufig durch nominale Umsatzsteigerungen wegen des „Baubooms" kompensiert werden musste.

Schließlich gilt es hervorzuheben, dass das für den Detailplanungszeitraum angenommene Umsatzwachstum der VBH insbesondere begründet durch die unterstellten Erfolge der Sanierung überproportional hoch ist und über dem allgemeinen Marktwachstum liegt (PB Seite 29).

Wirtschaftsprüfer hat bestätigt, dass bei der Planung die Erwartungen in Bezug auf energetische Sanierungen und den Zuzug von Menschen nach Deutschland berücksichtigt worden seien (Bl. 998 d.A.).

Zusätzlich war das potentielle Wachstum limitiert durch die begrenzte Finanzkraft des Unternehmens, was sich vor dem Bewertungsstichtag etwa in der - wegen fehlender ausreichender Eigenmittel und fehlender Finanzierungsbereitschaft der Banken -

gescheiterten Großinvestition in das Zentrallagerkonzept zeigt und zu einer Anpassung der ursprünglichen Planzahlen zwang. Wirtschaftsprüfer sprach bei der Anhörung im Zusammenhang mit der Liquidität vom „Engpass bei der VBH" (Bl. 989 d.A.).

Die von manchen Antragstellern angesprochenen Expansionsmöglichkeiten im europäischen Ausland (u.a. Bl. 59 d.A.) oder in Übersee war nicht in der Unternehmensstrategie angelegt, wie Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung in Bezug auf Asien und unter Verweis auf dort bereits vor dem Bewertungsstichtag wieder rückgängig gemachte Neugründungen bestätigt hat (Bl. 989 d.A.).

Auch die Kritik einiger Antragsteller, dass Umsatzerlöse in Geschäftsjahren vor 2013 bei der Vergangenheitsanalyse „ausgeblendet" worden seien (so u.a. Antragsteller Ziff. 43, Bl. 362 d.A.), erweist sich als im Ergebnis nicht überzeugend. Wie Wirtschaftsprüfer ausgeführt hat, ist es durchaus üblich, bei der Vergangenheitsanalyse die drei bis vier Jahre vor dem Bewertungsstichtag in den Blick zu nehmen (Bl. 990 d.A.). Die auf die Kritik der Antragsteller hin durchgeführte Prüfung weiter zurückliegender Zeiträume bis zurück ins Jahr 1998 (vgl. die Anlage zum Protokoll, Bl. 1006 d.A.) lässt nicht erkennen, dass die Umsatzplanung der Gesellschaft im Detailplanungszeitraum unrealistisch wäre. Diese Umsatzplanung spiegelt, wovon die Kammer aufgrund der Angaben im Bewertungsgutachten, im Prüfungsbericht und von Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung überzeugt ist, durchaus Erwartungswerte wieder und erscheint bezogen auf die Planjahre 2019 und 2020 sogar ambitioniert (Bl. 987, 988 d.A.).

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

Die Antragsteller Ziff. 31, 32 und 35 (Bl. 227, 238, 279 d.A.) kritisieren den Anstieg der Verwaltungskosten im ersten Detailplanungsjahr 2016 um angeblich 9,9%. Hervorzuheben ist aber, dass die Verwaltungskosten ein Bestandteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen sind und dass diese sowohl für das Planjahr 2016 als auch für die folgenden Jahre der Detailplanungsphase niedriger sind als die entsprechenden Aufwendungen in den Jahren 2013 bis 2015 (BewGA Seite 33, 35). Es ist angesichts der laufenden Sanierung nachvollziehbar und nicht zu beanstanden, dass bei der Planung zum Bewertungsstichtag mit nennenswerten Restrukturierungsaufwendungen gerechnet wurde.

Die Antragsteller Ziff. 61 und 62 werfen die Frage auf, inwieweit die für 2016 geplanten Restrukturierungskosten zugunsten der Minderheitsaktionäre zu „eliminieren" seien

(Bl. 523 d.A.). Nachdem die Restrukturierung vor dem Bewertungsstichtag beschlossen und mit der Umsetzung begonnen wurde, war diese als wertprägend zu berücksichtigen. Im Übrigen bildet die Restrukturierung die Grundlage für künftige Erträge. Es ist kein sachlicher Grund ersichtlich, die Aufwendungen bei der Bewertung zu eliminieren.

Auch die Planung bezüglich der Vertriebskosten ist nicht zu beanstanden, zumal die Vertriebskostenquote restrukturierungsbedingt sogar sinkt (vgl. Bl. 622 d.A.).

cc. EBIT und EBIT-Marge

Die Kritik der Antragsteller Ziff. 43 und Ziff. 46, dass erhebliche „Wertminderungen" in der jüngeren Vergangenheit außerhalb des gewöhnlichen Geschäftsbetriebs bei der Bewertung nicht berücksichtigt worden seien (Bl. 362, 403 d.A.), ist nicht nachvollziehbar. Soweit mit der Kritik Abschreibungen angesprochen werden, ergibt sich deren Berücksichtigung (auch: der teils erheblichen Plan-/Ist-Abweichungen, insbesondere im Geschäftsjahr 2014 negativ) aus der Zusammenstellung der Vergangenheitszahlen im Bewertungsgutachten (BewGA Seite 33) und aus der Vornahme von Bereinigungen auch bezüglich der Abschreibungen zur Herstellung der Vergleichbarkeit der Vergangenheitszahlen (PB Seite 21), zumal dem Abschreibungsvolumen beim VBH-Konzern ohnehin keine herausgehobene Bedeutung zukommt.

Die Antragsteller Ziff. 13 bis 21 verweisen darauf, dass „nachhaltig auskömmliche Margen" auch zukünftig im Großhandel mit Baubeschlägen als einem interessanten Nischenmarkt erzielbar seien (Bl. 82, 115 d.A.). Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die VBH in ihrem Hauptmarkt Deutschland Marktanteile verloren hatte, wie schon die dargestellte gegenläufige Entwicklung der Umsätze zwischen 2013 und 2015 bei der VBH einerseits und in der gesamten Branche andererseits nahelegt und wie durch den Hinweis im Bewertungsgutachten auf das Sanierungsgutachten von bestätigt. Zudem hatten bei der VBH hohe Fixkosten und steigende Prozesskosten die Marge gesenkt (BewGA Seite 15). Bei den Inlandskunden erwartete man aufgrund der zunehmenden Importe von Fertigfenstern aus Zentralosteuropa in den deutschen Markt einen Rückgang (BewGA Seite 24). Im Bewertungsgutachten wird außerdem der „scharfe Preis- und Verdrängungswettbewerb" mittelständischer Baustoff-Fachhandelsunternehmen hervorgehoben, verursacht durch ansteigenden Direktvertrieb der Hersteller, überregional tätige Bauträger, wachsenden Onlinehandel (BewGA Seite 26). Wie die Verlustjahre bei der VBH zeigen, ist der Handel mit Beschlägen in der Vergangenheit nicht zwangsläufig mit „auskömmlichen Margen" verbunden gewesen. Hinzu kommt, dass die Gesellschaft

zum Bewertungsstichtag mit weiteren Kosten wegen der laufenden Sanierung zu rechnen hatte. Dass der VBH bei einer Zukunftsprognose am Bewertungsstichtag keine „nachhaltig" positive Marge „garantiert" werden konnte, sondern vielmehr die Zukunft des Unternehmens nach wie vor ungewiss war, liegt auf der Hand.

Nach den Berechnungen der sachverständigen Prüferin (Anlage zum Protokoll, Bl. 1006 d.A.) ergab sich zwischen 1999 und 2015 ein durchschnittliches EBIT-Wachstum von 0,4%. Aus den Planzahlen für 2016 bis 2020 ergibt sich ein kontinuierlicher Anstieg der EBIT-Marge von 1,2% auf 4,8%, eine für die Minderheitsaktionäre günstige Annahme.

Die Antragsteller Ziff. 24 bis 27 halten insbesondere die im Prüfungsbericht als Wettbewerber der VBH genannte Häfele GmbH & Co. KG für vergleichbar und meinen, die VBH müsse nach Umsetzung der geplanten Restrukturierung ähnliche Margen erzielen können (Bl. 179 d.A.). Welche Margen die genannte Häfele GmbH & Co. KG erwirtschaftet, tragen die Antragsteller jedoch nicht vor. Die Rüge ist damit nicht hinreichend spezifiziert. Im Übrigen ist die genannte Gesellschaft auch Herstellerin (PB Seite 26), während die VBH nicht selbst produziert, sondern im Wesentlichen Handel treibt, wie bereits ausgeführt. Die Ableitung vergleichbarer Zahlen ohne weitere Auskünfte über die Umsatzstruktur der Gesellschaft ist daher unmöglich. Schließlich ist die Durchführung einer Restrukturierung bei der VBH kein Garant dafür, dass sie im Anschluss genauso profitabel sein wird wie ihre Wettbewerber; ebensowenig kann davon ausgegangen werden, dass die VBH eine strukturell vergleichbare Profitabilität aufweist wie ihre Wettbewerber, oder dass sie vor der laut Antragstellern durch „Management-Fehler" verursachten Krise des Unternehmens ähnliche Margen erzielte wie die Konkurrenz.

dd. Finanz- und Beteiligungsergebnis, Steuern

Die Abweichungen der in der Tabelle auf Seite 35 des Bewertungsgutachtens angegebenen Zahlen zum geplanten Finanzergebnis von den entsprechenden Werten in der Tabelle auf Seite 27 des Prüfungsberichts erklären sich durch die bereits erwähnten, nicht zu beanstandenden bewertungssystematischen Anpassungen der Bewertungsgutachterin, wie in der Antragserwiderung nochmals erläutert (Bl. 613 d.A.).

Mehrere Antragsteller (u.a. Ziff. 46, Bl. 403; Ziff. 47, Bl. 412) kritisieren die Höhe der Pensionsrückstellungen, wobei nicht klar ist, auf welche Geschäftsjahre (wohl nicht: Planjahre) sich ihr Vortrag bezieht, und verweisen auf „Seite 18". Die Kritik ist nicht

nachvollziehbar, denn zu Pensionsrückstellungen steht weder im Bewertungsgutachten noch im Prüfungsbericht auf der genannten Seite etwas. Die Antragsgegnerin hat zudem in der Antragserwiderung auf die Berücksichtigung versicherungsmathematischer Gutachten zur Planung der Pensionsrückstellungen und auf die verhältnismäßig geringfügige, bei der Bewertung also nicht allzu sehr ins Gewicht fallende Erhöhung um rund 65.000 EUR verwiesen (Bl. 631 d.A.).

Teilweise wird die vermeintlich mangelnde Überprüfung der Ertragsteuerbelastung der Jahre 2013, 2014, 2015 sowie für das Planjahr 2016 beanstandet und eine Erläuterung verlangt (so etwa Antragstellerin Ziff. 22, Bl. 147; Ziff. 23, Bl. 170; Ziff. 30, Bl. 212; Ziff. 33, Bl. 258 d.A.). Soweit es um die Vergangenheit geht, hat die Antragsgegnerin darauf verwiesen, dass die in der Planung zugrunde gelegte Steuerbelastung das Resultat der Besteuerung ausländischer Tochtergesellschaften und der Steuerbelastung aus der Organschaft der inländischen Gesellschaften sei und die Zahlen geprüften Jahresabschlüssen entnommen worden seien, so dass bei der Bewertung kein Anlass zur Überprüfung bestanden habe (Bl. 637 f. d.A.). Es bestanden steuerliche Verlustvorträge in Millionenhöhe (vgl. BewGA Seite 15: rund 28 Mio. EUR Körperschaftsteuer; rund 34,1 Mio. EUR Gewerbesteuer, zuzüglich Zinsvortrag von 14,7 Mio. EUR, vgl. Bl. 629 d.A.). Dass dennoch die für das Jahr 2016 in die Planung aufgenommenen Steuern auf Einkommen und Ertrag höher waren als das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit (vgl. BewGA Seite 35), hat Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung u.a. mit der Inhomogenität der Ergebnisse der einzelnen Konzerngesellschaften und fehlenden steuerrechtlichen Saldierungsmöglichkeiten über die Grenzen hinweg nachvollziehbar erklärt. Zugleich hat er bestätigt, die von der Bewertungsgutachterin vorgenommenen Berechnung der Steuerbelastung auf Basis der bis zum EBIT vom Unternehmen geplanten Zahlen überprüft zu haben (Bl. 991 d.A.).

Mehrere Antragsteller behaupten, der Vorstand habe erklärt, dass steuerliche Verlustvorträge im Zuge der Umstrukturierungen „verlorengegangen" seien (u.a. Antragsteller Ziff. 31, 32, 35, Bl. 227, 280 d.A.; Ziff. 40, Bl. 335 d.A.; andeutungsweise auch Ziff. 41, Bl. 343; Ziff. 63, Bl. 534). Andere kritisieren, dass „kein steuerlicher Sonderwert für die Gesellschaft" ermittelt worden sei (etwa Ziff. 54, Bl. 440 d.A.). Im Bewertungsgutachten (BewGA Seite 39) heißt es hingegen, die Verlustvorträge seien „einbezogen" worden, im Prüfungsbericht wird die Umrechnung in eine barwertidentische Annuität erwähnt (PB Seite 30; vgl. auch Protokoll Seite 20, Bl. 992: „Umrechnung in einen einwertigen Betrag"). Wirtschaftsprüfer Brauchle hat außerdem bei der Anhörung

plausibel erklärt, dass Verlustvorträge, die durch Restrukturierungen verloren gegangen waren, von der Bewertungsgutachterin zutreffend nicht berücksichtigt worden seien, und dass sinngemäß bei Verlustvorträgen, die bei Abschluss der Detailplanungsphase noch nicht „verbraucht" sind, zu prüfen ist, ob ihrer zeitlich unbegrenzten Nutzung ausländische steuerrechtliche Regelungen entgegenstehen – was hier auch geschehen sei. Die weitaus meisten Verlustvorträge seien voll werterhöhend berücksichtigt worden, lediglich bezogen auf 6,6 Mio. EUR Verlustvorträge im Ausland sei die Bewertungsgutachterin wegen der zeitlich begrenzten Nutzbarkeit von der Nichtverwendbarkeit ausgegangen. Das sei auch sachgerecht (Bl. 993 d.A.). Diesem Votum schließt sich die Kammer an.

5. Plausibilität der Prognose ab 2021 („Terminal value" bzw. „ewige Rente")

Der Planungshorizont der Gesellschaft endete bezogen auf den Bewertungsstichtag im Jahr 2020. Eine darüber hinausreichende Planung des Vorstands gab es nicht. Die der Bewertung zugrunde gelegten Zahlen für die Jahre ab 2021 wurden daher von der Bewertungsgutachterin selbständig hergeleitet (BewGA Seite 41 ff.). Die eigenständige Ableitung der Annahmen für die „ewige Rente" durch den mit der Bewertung beauftragten Wirtschaftsprüfer entspricht der vom IDW empfohlenen Phasenmethode, denn die Phase der „ewigen Rente" ist regelmäßig nicht Gegenstand der Unternehmensplanung (IDW Praxishinweis Stand 02. Januar 2017, Rn. 54; vgl. auch IDW S1, Abschnitt 5.3 Tz. 75 ff.), und ist in der Bewertungspraxis üblich (Wollny, a.a.O. Seite 295 ff.). Die Kritik der Antragsteller Ziff. 57 und 58, die Antragsgegnerin habe insoweit „in die Planungshoheit des Vorstands der Gesellschaft eingegriffen" (Bl. 454 d.A.), geht an der Sache vorbei.

Die Bewertungsgutachterin hat für den „Terminal Value" (einschließlich der Beiträge der türkischen Beteiligung) folgende Werte zugrunde gelegt:

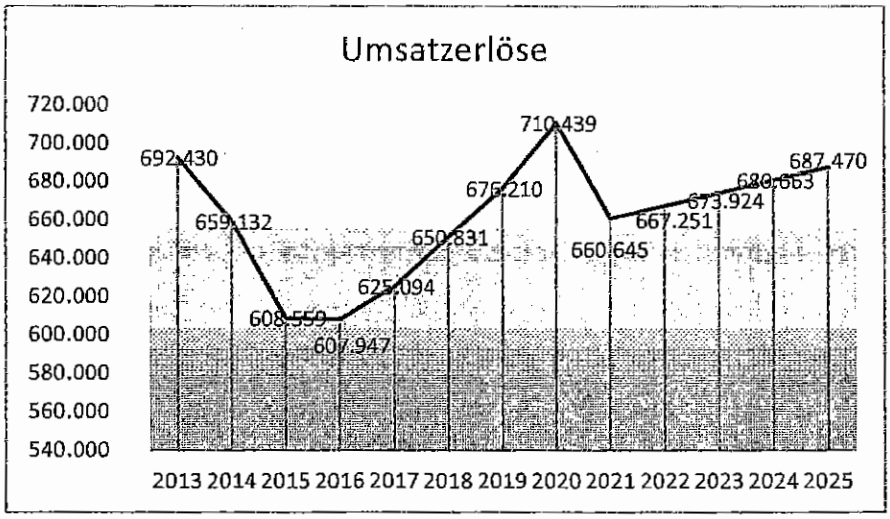
Nachhaltiges Ergebnis	TV [TEUR]
Umsatz	660.645
EBITDA	28.077
Abschreibungen	-5.631
EBIT	22.447
Finanzergebnis	-4.480
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	17.967
Steuern vom Einkommen und Ertrag	-3.948
Jahresergebnis	14.019

Die getroffenen Annahmen für die Phase der „ewigen Rente" sind im Ergebnis plausibel und vertretbar. Es besteht kein Grund, diese Annahmen zwingend zu ändern.

a. Umsatzerlöse

Die Bewertungsgutachterin geht für die nachhaltig (ab 2021) zu erwartenden Umsatzerlöse von einem Niveau von rund 660.645 TEUR und von einer jährlichen Steigerung in Höhe des im Nenner der Bewertungsformel vorgesehenen Wachstumsabschlags von 1% aus (BewGA Seite 41, 53). Der Ausgangsbetrag des Umsatzes zu Beginn der „ewigen Rente" entspricht dem Durchschnitt der für die Planjahre 2016 bis 2020 von der Gesellschaft angenommenen Umsätze (654.104 TEUR), erhöht um eine Wachstumsrate von 1%.

Ausgehend von zum Zwecke der besseren Vergleichbarkeit bereinigten Ist-Zahlen für die Jahre 2013 bis 2015 (BewGA Seite 35) und von den der Bewertung zugrunde gelegten Planzahlen für die Detailplanungsphase von 2016 bis 2020, lässt sich die prognostizierte Umsatzentwicklung im Übergang zur „ewigen Rente" ab 2021 und danach auf der Grundlage eines weiteren 1%igen Umsatzwachstums wie folgt grafisch veranschaulichen (bezogen auf die „ewige Rente" aus darstellungstechnischen Gründen begrenzt auf 5 Jahre):



Viele Antragsteller interpretieren die von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen dahingehend, diese habe mit Beginn der „ewigen Rente" einen Umsatzeinbruch prognostiziert (u.a. Antragsteller Ziff. 2, Bl. 16; Ziff. 22, Bl. 146; Ziff. 23, Bl. 170; Ziff. 30, Bl. 212; Ziff. 33, Bl. 257; Ziff. 34, Bl. 266; Ziff. 35, Bl. 279; Ziff. 36, 37, Bl. 298). Die Errechnung aus einem Durchschnitt der Vorjahre sei „abwegig" (so u.a. Antragstellerin Ziff. 22, Bl. 146 d.A.). Es sei unrealistisch, dass der Umsatz im Jahr 2021

sogar geringer sein soll als der Umsatz im „Vorkrisenjahr 2013" (Bl. 147 d.A.), wobei es auch unter den Antragstellern unterschiedliche Auffassungen darüber gibt, ob die Krise bei der VBH erst im Jahr 2013 begann oder schon wesentlich früher (so etwa Antragsteller Ziff. 2, Bl. 18 ff.: 2008/2009 als Tiefpunkt der Krise). Manche Antragsteller behaupten sogar, die Annahmen der Bewertungsgutachterin zum Umsatz bezogen auf den „Terminal Value" stünden „in diametralem Widerspruch zur Vorstandsplanung für die Jahre 2016 bis 2020" (so etwa Antragsteller Ziff. 34, Bl. 266 d.A.).

Es ist nicht erkennbar, dass die Annahmen zum Umsatz ab 2021 tatsächlich in einem unauflösbaren Widerspruch zur Detailplanung für die Jahre 2016 bis 2020 stünden. Eine über diese Jahre hinausgehende Planung gibt es gerade nicht, so dass die Zahlen zwangsläufig im Wege der Prognose abgeleitet werden mussten. Die wohl von vielen Antragstellern als naheliegend angesehene „lineare" Weiterentwicklung des Umsatzes nach dem Detailplanungszeitraum ist nur eine von vielen Möglichkeiten. Fraglich ist jedoch, ob es sich dabei noch um einen realistischen Erwartungswert handelt. Dieselbe Frage stellt sich auch bei den von der Bewertungsgutachterin getroffenen Annahmen.

Naturgemäß lässt sich die künftige Entwicklung der finanziellen Überschüsse in der ersten Planungsphase, der Detailplanungsphase, plausibler beurteilen und sicherer prognostizieren als für die späteren Jahre. In der betriebswirtschaftlichen Literatur werden verschiedene Ansätze für die Ableitung des nachhaltigen Zukunftserfolges diskutiert, u.a. die (hier nicht gewählte) Fortschreibung des letzten Detailplanungsjahres, aber auch die hier gewählte Bildung eines Durchschnittswerts aus dem gesamten Detailplanungszeitraum (Peemöller/Kunowski, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung a.a.O. Seite 312). Nach dem IDW S1 i.d.F. 2008 ist zu untersuchen, ob sich die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage nach der Phase der detaillierten Planung im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befindet oder ob die sich ändernden finanziellen Überschüsse durch konstante oder mit konstanter Rate wachsende Größen finanzmathematisch angemessen repräsentiert sind (IDW S1 i.d.F. 2018, Abschnitt 5.3 Tz. 75-78; auf den „Steady State" bzw. „eingeschwungenen Zustand" stellt auch Wollny, a.a.O. Seite 317 ab).

Es gibt keinen Bewertungsgrundsatz, dass für die Phase der „ewigen Rente" stets die Werte des letzten Planjahres übernommen werden müssten. Im Gegenteil, heißt es doch im IDW Praxishinweis (Stand 02. Januar 2017, Rn. 54; die ersten beiden nachfolgend zitierten Sätze entsprechen Inhalt der Vorgabe im IDW S1, Abschnitt 5.3 Rz. 78):

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

Auf diesen Praxishinweis hat sich Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung ausdrücklich bezogen (Bl. 996 d.A.).

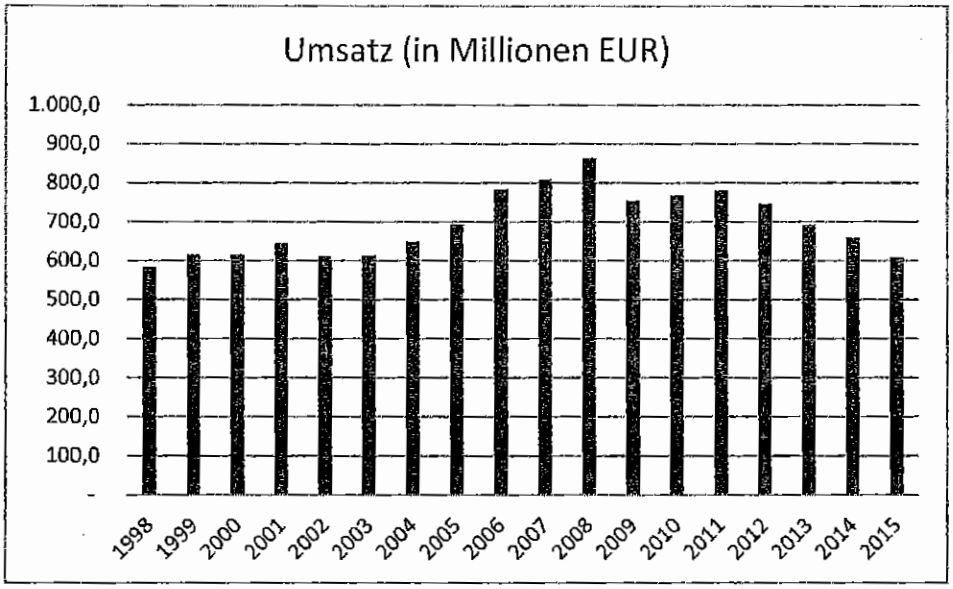
Wenn das zu bewertende Unternehmen in einer konjunkturabhängigen Branche tätig ist, muss das für die ewige Rente zugrunde gelegte Ergebnis dem eines „durchschnittlichen" Jahres entsprechen, weil andernfalls Boom- oder Rezessionsphasen des Zyklus als Dauerzustand in die Zukunft fortgeschrieben werden, was zu unrealistischen Ergebnissen führt (OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 – 31 Wx 88/06 –, Rn. 23, juris). Es wäre fehlerhaft, für die Ansätze zur Ermittlung des „Terminal Value" stets das letzte Detailplanungsjahr fortzuschreiben. In einer zyklischen Branche kann nicht von einer fortlaufend positiven Entwicklung ab dem Höchstniveau ausgegangen werden, sondern es ist eine die Zyklizität der Ergebnisse beachtende Durchschnittsbetrachtung für das zu bewertende Unternehmen anzustellen (LG München I, Beschluss vom 31. Juli 2015 – 5 HKO 16371/13 –, Rn. 241, juris). Diese zutreffende Überlegung ist zu verallgemeinern. Das Ziel, für die „ewige Rente" Zahlen zugrunde zu legen, die zu einem nachhaltig erwirtschafteten Ergebnis bei einem erreichten „Gleichgewichts- oder Beharrungszustand" führen, gilt unabhängig vom Maß der Konjunkturabhängigkeit, wenn die Zahlen des Unternehmens Schwankungen unterworfen sind, und unabhängig davon, ob Anfang und Ende der Detailplanungsphase zugleich den Anfangs- und Endpunkt eines das Unternehmen prägenden Zyklus bilden.

Nach Auffassung der Bewertungsgutachterin stellt der geplante Umsatz des Planjahres 2020 keine geeignete Ausgangsbasis für ein nachhaltiges Niveau dar, weil die Gesellschaft „aus der Restrukturierungsphase" komme, die Planung der Jahre 2019 und 2020 „ambitioniert" sei und weil zudem „der Bausektor zyklischen Schwankungen ausgesetzt" sei (BewGA Seite 41). Die sachverständige Prüferin gibt diese Überlegungen der Bewertungsgutachterin wieder (PB Seite 29) und formuliert an anderer Stelle, sie halte die Ableitung des Umsatzniveaus auf der Basis des Durchschnittswerts für sachgerecht. Die ambitionierte Umsatzplanung für 2020 könne unter Umständen „im Idealfall" in einem sehr erfolgreichen Jahr einmalig, „aber nicht dauerhaft" erreicht werden (PB Seite 45).

Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung überzeugend ausgeführt, dass die Planzahlen der Detailplanungsphase einen „Turn-around-Case" abbilden, dass aber schwierig einzuschätzen sei, ob die Gesellschaft diesen wirklich schafft und wie es danach weitergeht. Die Bandbreite der möglichen Zahlen, die sich schon für den Zeitraum 2016 bis 2020 ergeben, sei in dieser Situation sehr groß. Für die „ewige Rente" müsse man nach langfristig realistischen Werten suchen (Bl. 993 d.A.). Die für die Planjahre 2019 und 2020 geplanten Umsätze stellten zwar noch Erwartungswerte dar, lägen aber eher am oberen Rand der Bandbreite möglicher Entwicklungen (Bl. 994 d.A.). Diese Beurteilung hat er – wie schon im Prüfungsbericht erwähnt (PB Seite 29) – u.a. mit der ihm gegenüber bestätigten Einschätzung des Managements begründet, dass es sich um eine ambitionierte Planung handle („wenn alles ordentlich läuft, schaffen wir das", Bl. 988 d.A.). Als Zeichen dafür, dass zwar die ersten drei Planjahre „realistisch", die letzten beiden Planjahre jedoch „ambitioniert" geplant waren, hat er den gleichzeitigen Anstieg von Umsatz und Marge interpretiert (Bl. 994 d.A.), der sich in der Tat sowohl bezogen auf den Umsatz als auch die EBITDA-Marge und die EBIT-Marge aus den Planzahlen ablesen lässt (BewGA Seite 35). Der Kammer leuchtet ein, dass das (einmalige) Erreichen von Planzahlen wie vom Unternehmen für 2019 und 2020 veranschlagt nicht bedeutet, dass es der Gesellschaft aus der Perspektive des Bewertungsstichtages immer gelingen wird, Umsatz und Marge dauerhaft auf diesem Niveau zu halten (Bl. 995 d.A.).

Hinzu kommt noch die Besonderheit, dass die VBH sowohl zum Zeitpunkt der Erstellung der Planzahlen für den Detailplanungszeitraum als auch zum Bewertungsstichtag unter der „Beobachtung" der Banken und des Sanierungsgutachters stand und im Interesse der Finanzierung und zur Vermeidung einer Insolvenz darauf achten musste, dass der „Going Concern erreicht wird", weshalb wiederum „teilweise ambitioniert geplant werden musste", wie es der ehemalige Vorstandssprecher der VBH im Termin am 20. November 2018 formuliert hat (Bl. 994 d.A.). Die Einschätzung der Planzahlen für 2019 und 2020 als „ambitioniert" ist auch vor diesem Hintergrund plausibel. Die ambitionierte Planung spricht gegen die lineare „Fortschreibung" der für 2019 und 2020 laut Unternehmensplanung veranschlagten Umsätze.

Die langfristige Betrachtung der Umsatzentwicklung von 1998 bis 2015 (vgl. Anlage zum Protokoll, Bl. 1006 d.A.; Daten auf CD-Rom zum Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 08. November 2018, nach Bl. 925 d.A.)



lässt erkennen, dass der Aufwärtstrend zwischen 1998 und 2008 ab 2009 nicht fortgesetzt und die Schwelle von 800 Mio. EUR Umsatz nur in zwei Geschäftsjahren (2007, 2008) überhaupt überschritten werden konnte. Der durchschnittliche Umsatz in den Jahren 1998 bis 2015 lag bei 693,9 Mio. EUR, der Durchschnitt der Jahre 1998 bis 2008 bei 680,1 Mio. EUR. Zu berücksichtigen ist, dass der Zeitraum 1998 bis 2015 auch Phasen des externen Wachstums umfasste, dass aber die Akquisitionen in der Folgezeit teilweise wieder „abgewickelt" wurden, worauf Wirtschaftsprüfer hingewiesen hat (Bl. 989, 990 „Beendigung der Asien-Strategie", 995 d.A.), und dass derartige (später wieder abgewickelte) Akquisitionen, die vorübergehend zu Umsatzsprüngen nach oben geführt hatten, demnach auch als Basis für die nachhaltige Umsatzentwicklung ausschieden. Für nennenswerte Investitionen in künftige Akquisitionen fehlte aus der Perspektive des Bewertungsstichtags nach Überzeugung der Kammer schlicht das Geld, wenn schon das für einen raschen Sanierungserfolg wichtige Zentrallagerkonzept nicht finanziert werden konnte.

Zudem ist der von Wirtschaftsprüfer als massiv bezeichnete Verlust von Marktanteilen zwischen 2013 und 2015 zu berücksichtigen (Bl. 995 d.A.).

Relevant ist schließlich auch der Befund, dass die VBH von allgemeinen Markttrends etwa hin zu billigen Fenstern aus Polen in der Vergangenheit nicht profitieren konnte, weil sie die von ihr gehandelten Beschläge nicht an polnische Fensterhersteller liefern konnte, sondern polnische Fensterhersteller die benötigten Beschläge günstig am Weltmarkt einkauften, und umgekehrt vermehrt polnische Fenster im Hauptabsatzgebiet der VBH in Deutschland verkauft wurden, worunter auch die von der VBH belieferten deutschen

Qualitätshersteller litten. Dies kam im Termin am 20. November 2018 ausführlich zur Sprache (Bl. 996, 997, 998 d.A.).

Einige Antragsteller und der gemeinsame Vertreter beanstanden sinngemäß die im Bewertungsgutachten thematisierte Zyklizität der Baubranche (BewGA Seite 41) als unzureichende „floskelhafte Begründung" (etwa Antragsteller Ziff. 38, 39, Bl. 323 d.A.) oder als durch Daten des Statistischen Bundesamts vom Juli 2017 (nach dem Bewertungsstichtag!) bezogen auf die Jahre 2006 bis 2016 widerlegt (etwa Antragsteller Ziff. 57, 58, Bl. 721 d.A.). Der gemeinsame Vertreter meint, der „Fenstermarkt" unterliege weder kurzfristig noch langfristig typischen Konjunkturzyklen. Zur Zukunftsprognose verweist er u.a. darauf, dass nach einem Gutachten des Fraunhofer Instituts für Bauphysik von 2013 die energetischen Sanierungen erst gegen Ende der Dekade 2020-2030 ihren Höhepunkt erreichen wird (Bl. 846 ff. d.A.). Andere Antragsteller meinen, das Geschäft der VBH – zumindest die Nachfrage nach Fenstern und Türen – sei „konjunkturinreagibel", und die energetische Sanierung hänge „weniger" von der Baukonjunktur, sondern „maßgeblich" von gesetzlichen Vorschriften zur Wärmedämmung ab (etwa Antragsteller Ziff. 2, Bl. 17 f. d.A.).

Vergleicht man den oben dargestellten Umsatzverlauf bei der VBH mit der im Bewertungsgutachten abgedruckten wertindexierten Entwicklung des Auftragsbestandes im Hochbau (BewGA Seite 27), so fällt die fehlende Parallelität und teilweise sogar gegenläufige Entwicklung auf.

Aus Sicht der Kammer werden bei der VBH konjunkturelle Effekte, wie sie sich etwa aus einer positiven Baukonjunktur theoretisch auch für den Handel mit Beschlägen ergeben könnten, durch nicht unbedingt von der Baukonjunktur abhängige Sondereffekte überlagert, und es bleibt deshalb schwierig, bei der VBH überhaupt einen Zyklus festzustellen, dessen kontinuierliche Wiederholung man für den „Terminal Value" als wahrscheinlich unterstellen könnte. Die insbesondere aufgrund „hausgemachter" Probleme teilweise gegen den Trend der Bauwirtschaft verlaufende Entwicklung bei der VBH vor dem Bewertungsstichtag wie auch die nicht ersichtliche künftige Partizipation der VBH am Trend zunehmender Billigimporte aus Osteuropa zeigen, dass Prognosen zur allgemeinen Entwicklung in der Baubranche oder speziell des Markts für energetische Sanierungen nicht ohne Weiteres auf die VBH übertragen werden können in dem Sinne, dass am Bewertungsstichtag die Prognose gerechtfertigt gewesen wäre, die Gesellschaft werde sich wie der Durchschnitt eines der beiden genannten Märkte weiterentwickeln.

Dasselbe gilt für die nur eingeschränkt weiterführenden Überlegungen zur Zyklizität des Geschäfts der VBH.

Dass man angesichts der Besonderheiten der VBH für den Umsatz in der „ewigen Rente" von einem um die angenommene Wachstumsrate erhöhten Durchschnitt der Detailplanungsjahre 2016 bis 2020 ausgegangen ist, ist nach alledem methodisch anerkannt, nachvollziehbar, sachgerecht und nicht zu beanstanden.

b. EBITDA-Marge

Ausgehend von einem nachhaltigen Umsatz von 660.645 TEUR, hat die Bewertungsgutachterin eine nachhaltige EBITDA-Marge von 4,25% angesetzt. Letzteres entspricht dem Durchschnitt der Jahre 2007 bis 2011, die von der Bewertungsgutachterin als „Vorkrisenjahre" angesehen wurden. In dieser Zeit hat sich die EBITDA-Marge nahezu kontinuierlich von 6,8% auf 2,2% verschlechtert. Der auf volle Viertelprozentpunkte aufgerundete arithmetische Durchschnitt von genau genommen 4,24% ist rechnerisch nachvollziehbar. Der gewählte Ansatz von 4,25% ist plausibel.

Der Antragsteller Ziff. 2 macht geltend, dass der konjunkturelle Tiefpunkt der Krise im Jahr 2008/2009 liege. Die geringe (jedoch in den Durchschnitt eingeflossene) EBITDA-Marge der VBH im Jahr 2011 sei damit eindeutig auf unternehmensspezifische Schwierigkeiten zurückzuführen, die aber (sinngemäß) durch die Restrukturierung spätestens 2018 behoben sein sollten. Eine bessere Schätzung für die EBITDA-Marge sei daher entweder der geometrische Durchschnitt der Jahre 2018 bis 2020 oder 2005 bis 2009 (Bl. 19 d.A.). Hervorzuheben ist aus Sicht der Kammer jedoch zunächst, dass der vom Antragsteller Ziff. 2 ausgemachte „Tiefpunkt" der Krise (2005 und 2007 nach Daten der „Fenstermarktstudie", BewGA Seite 25; 2005 im Hochbau, BewGA Seite 27) gerade nicht mit dem Tiefpunkt des EBITDA-Margen-Verlaufs (2012, nach Anstieg zwischen 2005 und 2007) übereinstimmt (BewGA Seite 42). Die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin in Bezug auf den Ansatz der EBITDA-Marge im Bereich der „ewigen Rente" war sachgerecht, wie Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung bestätigt hat (Bl. 996 d.A.).

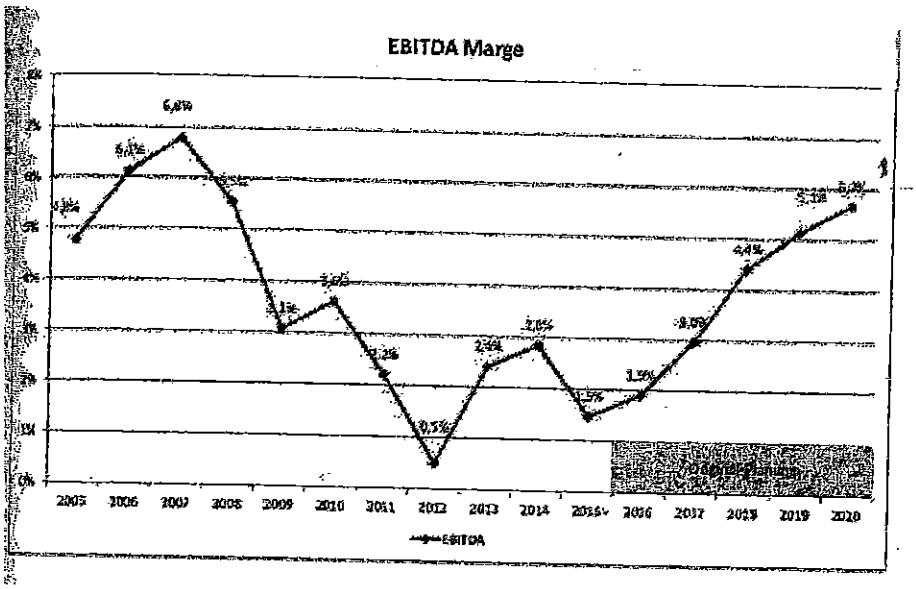
Der Antragsteller Ziff. 34 hebt hervor, dass der Vorstand für das letzte Detailplanungsjahr 2020 eine EBITDA-Marge von 5,7% geplant habe, während die Bewertungsgutachterin für den „Terminal Value" ab 2021 einen „Margeneinbruch" auf nur noch 4,25% annehme. Das sei nicht realistisch. Es sei sachwidrig, zur Ableitung der nachhaltigen EBITDA-Marge allein auf die Jahre 2007 bis 2011 abzustellen. Man dürfe nicht die Jahre 2005 und 2006

mit deutlich höheren EBITDA-Margen von 4,8% und 6,1% ausklammern. Die bezüglich der Marge vergangenheitsorientierte Ableitung lasse die Restrukturierung unberücksichtigt, durch die der Vorstand jedoch eine Margenverbesserung erwartet habe (Bl. 267 d.A.).

Kernstück des seit 2015 umgesetzten Sanierungskonzepts sollten die Anpassung der Logistik und des Vertriebs verbunden mit einer Effizienzsteigerung und Investitionen sein. Stufenweise sollte das Zentrallagerkonzept umgesetzt werden (BewGA Seite 29). Die endogenen Ursachen der Unternehmenskrise (v.a. Einführung ERP-System, Kündigung von Vertriebsmitarbeitern) waren den im Prüfungsbericht wiedergegebenen Angaben des Vorstands der VBH zufolge am Bewertungsstichtag bereits „ausgestanden" (PB Seite 28). Der Sanierungsplan sieht außerdem die Wiedererlangung der Refinanzierungsfähigkeit der VBH zum 31. Dezember 2017 vor (PB Seite 23).

Wenn nun aber das Zentrallagerkonzept auf unbestimmte Zeit verschoben werden musste, konnte sich daraus keine bis in die Zeit nach 2021 nachwirkende und nachhaltige Verbesserung der EBITDA-Marge ergeben.

Die folgende, dem Bewertungsgutachten entnommene Grafik zur Entwicklung der EBITDA-Marge (BewGA Seite 42) zeigt außerdem, dass die für den „Terminal Value" angenommene EBITDA-Marge von rund 4,25% durchaus auch im Spektrum der historischen EBITDA-Margen von 2005 bis 2009 (und erst recht bis 2015) liegt.



Hätte man, wie von den Antragstellern Ziff. 22, 23, 30, 33 offenbar für richtig gehalten, bezüglich der EBITDA-Marge in Einklang mit der Vorgehensweise beim Umsatz ebenfalls

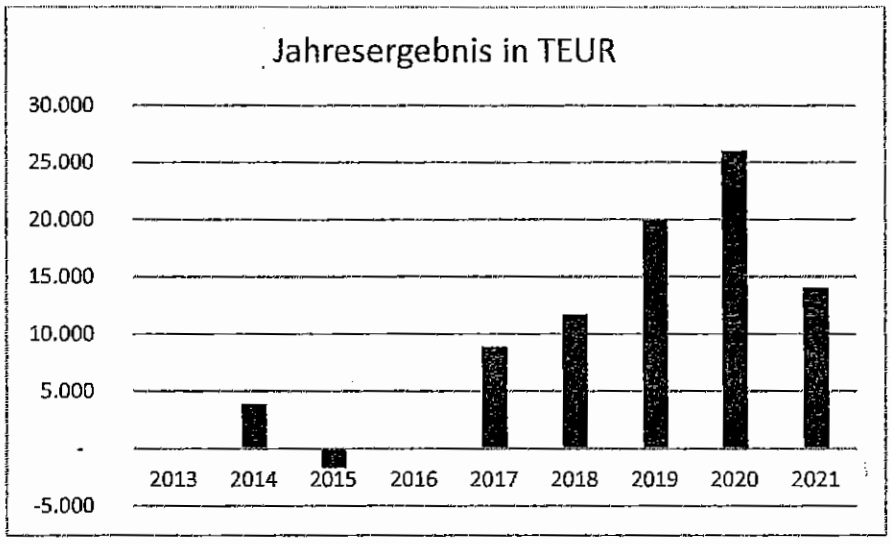
auf den Durchschnitt des Detailplanungszeitraums abgestellt, so wäre eine für die abzufindenden Minderheitsaktionäre ungünstigere Marge von nur 3,9% anstelle der 4,25% angesetzt worden (Bl. 997 d.A.). In Bezug auf Margen, die für den „Terminal Value" angesetzt werden, hat der Rückgriff auf in der Vergangenheit tatsächlich im Durchschnitt erzielte Werte im Einzelfall Vorteile gegenüber einer Ableitung oder Fortschreibung von Prognosen des Managements zur Marge während des Detailplanungszeitraums, wie Wirtschaftsprüfer ausgeführt hat (Bl. 997 d.A.).

Bei Betrachtung des Zeitraums 1998 bis 2015 ergibt sich eine tatsächlich realisierte durchschnittliche EBITDA-Marge von nur 3,4% (Bl. 1006 d.A.). Die prognostisch für den „Terminal Value" angesetzte Marge ist höher.

Die zugrunde gelegte nachhaltige EBITDA-Marge von 4,25% ist plausibel begründet und angemessen.

c. Nachhaltiges Jahresergebnis

Die Entwicklung von den bereinigten Ist-Zahlen für 2013 bis 2015 über die Planjahre 2016 bis 2020 bis hin zum Jahresergebnis ab 2021, das die Bewertungsgutachterin ermittelt und bei ihrer Bewertung als nachhaltig zugrunde gelegt hat (zu den Zahlen BewGA Seite 35, 41), lässt sich grafisch wie folgt veranschaulichen:



Dass Ergebnisse, die in den ambitioniert geplanten Jahren 2019 und 2020 einmalig erzielbar erscheinen, nicht ohne Weiteres für alle Zukunft fortgeschrieben werden können, wurde bereits ausgeführt.

Auf der Basis der prognostizierten Umsatzerlöse ergibt sich unter Anwendung der oben genannten EBITDA-Marge ein EBITDA von 28.077 TEUR. Die weitere rechnerische Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin zur Ermittlung des nachhaltig erzielbaren Jahresergebnisses (Abschreibungen: entsprechend des Verhältnisses Abschreibungen zum Umsatz im Detailplanungszeitraum; Finanzergebnis: entsprechend der Vorgehensweise im Detailplanungszeitraum) ist im Bewertungsgutachten angegeben (BewGA Seite 42). Nach Ablauf des Detailplanungszeitraums noch vorhandene Verlustvorträge in Deutschland wurden durch Bildung einer barwertidentischen Annuität sachgerecht werterhöhend berücksichtigt (BewGA Seite 43). Die Kritik der Antragsteller Ziff. 38, 39 (Bl. 323 d.A.), die getroffenen Annahmen widersprächen den Maßgaben des IDW S1 zum „eingeschwungenen Zustand", ist nicht nachvollziehbar.

6. Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen

Anhand der im Bewertungsgutachten zugrunde gelegten Zahlen ergeben sich zunächst rechnerisch die in der nachfolgenden Tabelle angegebenen Jahresergebnisse, auf deren Grundlage die Bewertungsgutachterin die in der letzten Zeile angegebenen Ausschüttungen angenommen hat (BewGA Seite 35, 41, 55):

	2016	2017	2018	2019	2020	2021ff. (ewR)
Jahresergebnis in TEUR (BewGA Seite 35, 41)	8	8.880	11.674	19.935	26.023	14.019
Jahresüberschuss in TEUR (BewGA Seite 55)	278	8.673	10.572	18.536	24.025	14.019
Jahresüberschuss in TEUR nach Minderh.	- 541	7.693	9.502	17.367	22.742	13.156
Nettoausschüttung in TEUR	-	-	2.078	5.115	6.698	9.727

Diese Berechnungen sind nicht zu beanstanden.

a. Grundlegendes

Zutreffend wurde für den Detailplanungszeitraum auf die zu erwartenden Nettoausschüttungen an die Anteilseigner und nicht auf den Barwert der Jahresergebnisse der Gesellschaft abgestellt (vgl. Mandl/Rabel, in Peemöller, Praxishandbuch a.a.O. Seite 57 unter Hinweis auf Moxter, Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensbewertung, 2. Aufl. 1983, Seite 9; Wollny, a.a.O. Seite 98; IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 102; LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15, Rn. 53).

Nicht nur die Planung und die Ableitung des nachhaltigen Jahresergebnisses, sondern auch die Annahmen zur Ausschüttungspolitik müssen realistisch sein. Sowohl in der Detailplanungsphase als auch in der Phase der „ewigen Rente" kann es zu berücksichtigende Ausschüttungsrestriktionen geben. *Erstens* wird nach dem Konzept

der „residualen Ausschüttung" die künftige Dividendenpolitik dadurch determiniert, dass an die Unternehmenseigner grundsätzlich jene Mittel ausgeschüttet werden, die nicht für werterhöhende Investitionen bzw. zur notwendigen „Innenfinanzierung" im Unternehmen benötigt werden. Die „Vollausschüttungshypothese" gilt nicht mehr (Mandl/Rabel, in Peemöller, a.a.O. Seite 59; Wollny a.a.O. S. 146, 340 f.). *Zweitens* muss die „Finanzierbarkeit" der Ausschüttung gegeben sein, d.h. regelmäßig ist die Unterlegung durch freien Cashflow zu fordern (Wollny, a.a.O. Seite 98). *Drittens* entspricht es nicht nur den geltenden Vorgaben des IDW (IDW S 1 i.d.F. 2008, Rz. 35), sondern auch der Wissenschaft, dass im Falle einer Kapitalgesellschaft zu prüfen ist, inwieweit die in Frage stehenden Beträge nach Maßgabe der handelsrechtlichen Vorschriften tatsächlich ausschüttungsfähig sind; gesetzliche Ausschüttungsrestriktionen sind also zu beachten (Mandl/Rabel, in Peemöller, a.a.O. Seite 59; das galt schon unter der „Vollausschüttungshypothese, vgl. Wollny, a.a.O. Seite 146).

b. Ausschüttungsprämissen im konkreten Fall

Manche Antragsteller kritisieren, dass (vermeintlich) kein Wertbeitrag für die Planjahre 2016 und 2017 gebildet worden sei, weil für diese Jahre eine Ausschüttung von 0 EUR angenommen wurde. Die Höhe der Ausschüttungen im Planjahr 2018 und in der „ewigen Rente" sei „zu pessimistisch" (u.a. Antragstellerin Ziff. 8, Bl. 49; Antragsteller Ziff. 13 bis 21, Bl. 87, 120 d.A.). Jedoch ergibt sich bereits aus dem Prüfungsbericht eine plausible Erklärung für diesen Aspekt der Planung: Die VBH gehe aufgrund der „Restriktionen bestehender Kreditverträge" von einer Ausschüttungssperre aus (PB Seite 41). Die Ausschüttungsquote von 0% (2016, 2017) entsprach damit der unternehmerischen Planung. Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung bestätigt, dass die von der sachverständigen Prüferin eingesehenen Kreditverträge für 2016 und 2017 tatsächlich einen Ausschluss der Dividendenausschüttung vorsahen (Bl. 999 d.A.). Eine bei der Bewertung zugrunde gelegte (ausschließliche) Verwendung liquider Mittel zur Darlehensrückführung ist überdies in der Sanierungssituation und angesichts der hohen Fremdfinanzierung der VBH auch ohne darlehensvertragliche Restriktionen als gut nachvollziehbare unternehmerische Planungsentscheidung anzusehen.

Soweit es um die übrigen Jahre des Detailplanungszeitraums geht, hält bereits das Bewertungsgutachten fest, dass die Ausschüttungshöhe der von der Gesellschaft angenommenen Quote entspreche (2018 bis 2020: jeweils 40%). Das ist nach den bereits genannten allgemeinen Grundsätzen nicht zu beanstanden und hier insbesondere vor

dem Hintergrund einer auch nach der Kapitalerhöhung von 2015 noch relativ hohen Verschuldung des Unternehmens plausibel.

Für die „ewige Rente" hat die Bewertungsgutachterin eine Ausschüttungsquote von 50% angenommen (BewGA Seite 56). Die Antragstellerin Ziff. 35 und der Antragsteller Ziff. 42 meinen, es müsse mit einer niedrigeren Ausschüttungsquote gerechnet werden (Bl. 289 d.A.) bzw. von einer vollständigen Thesaurierung ausgegangen werden (Bl. 358 d.A.). In der Phase der ewigen Rente ist das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens nach dem IDW S1-Standard jedoch äquivalent zu dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage zu planen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 37). Solange sich die zugrunde gelegte Ausschüttungsquote, wie hier, im Rahmen der am Kapitalmarkt beobachtbaren Quoten bewegt, ist das nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 111, juris unter Hinweis auf ein 2006 in der Literatur angegebenes Spektrum von 40 bis 60% nach Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1009; zu der Bandbreite vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 100, juris). Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 die angenommene Ausschüttungsquote von 50% als angemessen bezeichnet (Bl. 999 d.A.).

III. Kapitalisierungszinssatz

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

1. Gesamtüberblick

Ausgangspunkt ist die im IDW S1-Standard niedergelegte, überzeugende Überlegung, dass der zu ermittelnde Kapitalisierungszinssatz der Rendite einer Alternativanlage entsprechen muss, die der Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquat ist. Der Kapitalisierungszinssatz muss ferner dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 114). Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen dem Standard zufolge insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht, wobei sich die Renditen für Unternehmensanteile

grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen lässt (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 115).

Das entspricht auch den im Bewertungsgutachten zum vorliegenden Fall niedergelegten Überlegungen (BewGA Seite 43 f.).

Die Bewertungsgutachterin hat im Bewertungsgutachten, ausgehend von einem Basiszinssatz von gerundet 1,0%, folgende Kapitalisierungszinssätze verwendet (BewGA Seite 54):

	2016 PLAN %	2017 PLAN %	2018 PLAN %	2019 PLAN %	2020 PLAN %	TV PLAN %
Basiszinssatz vor Steuern	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Abgeltungsteuer (inkl. SolZ)	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%	-0,26%
Basiszinssatz nach Steuern	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%	0,74%
Marktrisikoprämie nach Steuer	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Betafaktor unverschuldet	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Betafaktor verschuldet	1,64	1,65	1,55	1,60	1,53	1,46
Risikozuschlag	9,86%	9,91%	9,28%	9,60%	9,20%	8,77%
Wachstumsabschlag						-1,00%
Kapitalisierungszins	10,60%	10,65%	10,02%	10,33%	9,93%	8,50%

Diese Berechnung muss jedoch bezogen auf den Bewertungsstichtag aktualisiert werden. Denn der gerundete Basiszinssatz an diesem Tag betrug nur noch 0,80% (dazu sogleich).

2. Nachsteuerbetrachtung

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

3. Basiszinssatz

In Bezug auf den in die Formel einzusetzenden Basiszinssatz ist abweichend vom Bewertungsgutachten mit **0,80%** zu rechnen.

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

a. Methodik

Die Bewertungsgutachterin hat die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte, nach der Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve für Bundeswertpapiere herangezogen (BewGA Seite 44 f.).

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

bb. Einzelne Antragsteller sind der Auffassung, dass bei der Bewertung von Unternehmen mit prognostisch nicht begrenzter Lebensdauer anstelle der theoretischen Rendite für Anleihen mit unendlicher Laufzeit die Rendite von Bundesanleihen mit kürzerer Laufzeit herangezogen werden müsse. Der Antragsteller Ziff. 43 plädiert für die Heranziehung 10jähriger Bundesanleihen (Bl. 363 d.A.). Die Antragstellerin Ziff. 48 spricht sich für die Berücksichtigung von Laufzeiten zwischen 5 und 10 Jahren aus (Bl. 420 d.A.). Der Antragsteller Ziff. 42 will offenbar sogar nur einen drei- bis sechsjährigen Anlagehorizont berücksichtigen, indem er auf die Negativrendite einer Bundesanleihe mit Laufzeit bis 04. Januar 2022 abstellt (Bl. 355-1 f. d.A.). Der Antragsteller Ziff. 44 (Bl. 370 d.A.) plädiert dafür, bezogen auf den Detailplanungszeitraum 2016 bis 2020 den Basiszins bei einem fünfjährigen Anlagehorizont (nach seinen Berechnungen: minus 0,52%) anzuwenden. Die Antragsteller Ziff. 46, 47 und 54 (Bl. 403, 412 Rs., 435 d.A.) möchten offenbar auf die Finanzierungszeiträume der VBH abstellen.

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

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

cc. Dass anstelle eines „einheitlichen Basiszinssatzes" auch der Ansatz „fristenkongruent berechneter Zinssätze" bzw. „periodenspezifischer Basiszinssätze" für einzelne Zeiträume und Zahlungsströme theoretisch denkbar wäre, mag sein. Erstens rechtfertigt sich die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes aber bereits aus der Überlegung, dass Erträge zwar jährlich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes aber in die Ewigkeit angelegt

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

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

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

Die Kritik etwa der Antragstellerin Ziff. 8, zur Wiederanlage in einer Alternativanlage könne es nur zu „aktuell gültigen Zinssätzen", nicht „zu historischen Durchschnittszinssätzen" kommen (Bl. 50 d.A.), beruht möglicherweise auf dieser – jedoch nicht zu beanstandenden – Heranziehung des Dreimonatsdurchschnitts.

b. Höhe des Basiszinssatzes zum Bewertungsstichtag

Der so ermittelte einheitliche Basiszinssatz betrug zum Zeitpunkt der Erstattung von Bewertungsgutachten und Prüfungsbericht am 14. Juni 2016 bei kaufmännischer Rundung auf volle 1/4-Prozentpunkte **1,00%** (vor Steuern) (BewGA Seite 45). Mit diesem Wert hat die Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten auch gerechnet.

Berechtigt ist jedoch die Rüge zahlreicher Antragsteller, dass der (nach den vorstehenden Grundsätzen ermittelte) Basiszinssatz am Bewertungsstichtag niedriger lag (vgl. u.a. Antragsteller Ziff. 3, Bl. 30; Ziff. 4-7, Bl. 39; Ziff. 8, Bl. 50 und Anlage A 3; Ziff. 13 bis 21, Bl. 88, 121; Ziff. 22, Bl. 148; Ziff. 23, Bl. 171; Ziff. 30, Bl. 213; Ziff. 33, Bl. 259; Ziff. 34, Bl. 267; Ziff. 36 und 37, Bl. 299; Ziff. 49 bis 53, Bl. 427; Ziff. 55 und 56, Bl. 446; Ziff. 57, 58, Bl. 466; Ziff. 59, 60, Bl. 517).

Tatsächlich muss für den einheitlichen Basiszinssatz auf die Verhältnisse am Bewertungsstichtag 25. Juli 2016 abgestellt werden. Das führt bei einer vom FAUB empfohlenen Rundung auf volle 0,10%-Punkte hier zu einem Basiszinssatz von **0,80%** vor Steuern, wie auch aus den Stichtagserklärungen hervorgeht (vgl. „Empfehlung des FAUB zur Rundung beim Basiszinssatz vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes"; Ergebnisbericht zit. bei Wollny, a.a.O. Seite 488).

Bei Basiszinssätzen oberhalb 1,0% ist eine Rundung auf volle Viertelprozente üblich. Diese Rundung entspricht einer Empfehlung des FAUB von 2005 (IDW-FN 2005, Seite 555 ff.) und wurde in der Vergangenheit vom OLG Stuttgart nicht beanstandet (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 95, juris; im Ergebnis auch LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 119, juris, wonach die Aufrundung von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt sei; ebenso noch OLG Karlsruhe, Beschluss vom 01. April 2015 – 12a W 7/15 –, Rn. 80, juris; kritischer jetzt im Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 70, juris, wonach bei einer Bewertung unter Anwendung des IDW S1 i.d.F. 2005 „kein Anlass" zur Rundung gesehen werde; vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2017 – I-26 W 10/15 (AktE) –, Rn. 45, juris, das

im entschiedenen Fall eine Abrundung als „keineswegs zwingend" einschätzte, zugleich aber auf die beschränkte Plausibilitätsprüfung hinwies).

Für Basiszinssätze unter 1,0% empfiehlt der FAUB eine Rundung auf volle 0,10%-Punkte. Diese Rundung führt aus Sicht der Kammer bei der Unternehmensbewertung nicht zu unangemessenen Ergebnissen. Solange der Basiszins zwischen Erstellung des Bewertungsgutachtens und Bewertungsstichtag nur in überschaubaren Bandbreiten schwankt, ist die Rundung aus denselben praktischen Erwägungen heraus zu akzeptieren wie die Rundung auf volle Viertelprozentpunkte bei einem Basiszinssatz ab 1,0%: Auch bei anderen Planungsparametern wird in der Bewertungspraxis auf eine Aktualisierung regelmäßig verzichtet (etwa bei Rohstoffpreisen, Währungskursen, Finanzierungskonditionen). Wenn auf die absehbaren geringen täglichen Schwankungen des Basiszinssatzes keine Rücksicht genommen werden muss, erleichtert das die Abstimmung der bei der Prüfung der Planung zugrunde gelegten Finanzierungskonditionen des Unternehmens. Orientiert man sich stets an der FAUB-Empfehlung zur Rundung, so können weder das zu bewertende Unternehmen noch der Antragsgegner im Spruchverfahren noch die Minderheitsaktionäre beeinflussen, ob sich die – damit neutrale – Rundung werterhöhend oder wertmindernd auswirkt (Popp, WpG 2016, 926, auch abgedruckt in Schwetzler/Aders, Jahrbuch Unternehmensbewertung 2017, Seite 70 f.).

4. Marktrisikoprämie

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

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

Die Bewertungsgutachterin hat, dem (Tax-)CAPM folgend, den ermittelten Basiszinssatz einer gedachten risikofreien Alternativanlage dementsprechend um einen Risikozuschlag erhöht, der sich als Produkt aus zwei Faktoren ergibt: der Marktrisikoprämie und dem Betafaktor (vgl. BewGA Seite 44). Die sachverständige Prüferin hat kursorisch Vorbehalte gegen das Kapitalmarktmodell erwähnt, zugleich aber auf die nationale und internationale

Akzeptanz des Tax-CAPM verwiesen und damit die Üblichkeit und Angemessenheit der angewandten Methode im Ergebnis bestätigt (PB Seite 32).

Einige Antragsteller halten eine „grundsätzliche Kritik" am Tax-CAPM für „überfällig". Es gehe von „völlig falschen Annahmen" aus (etwa Antragsteller Ziff. 9 bis 12, Bl. 62; Ziff. 13 bis 21, Bl. 95, 126; Ziff. 57 und 58, Bl. 470). Andere werfen dem Modell eine „Scheingenauigkeit" vor (Antragsteller Ziff. 41, Bl. 349 d.A.), wieder andere führen aus, es sei „der Zuschlagsmethode", bei der „lediglich" ein Risikozuschlag zu schätzen sei, nicht überlegen (Antragsteller Ziff. 45, Bl. 396 d.A.; auch Ziff. 55 und 56, Bl. 448 d.A.).

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

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

Es muss an dieser Stelle dahingestellt bleiben, ob und welche Vor- und Nachteile andere betriebswirtschaftliche Methoden gegenüber dem Tax-CAPM haben. Denn entscheidend bleibt nach den oben dargestellten Rechtsprechungsgrundsätzen der Angemessenheitsprüfung, dass das Tax-CAPM weiterhin eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte, in der Bewertungspraxis gebräuchliche und in der Rechtsprechung weitgehend akzeptierte Methode darstellt (auch dazu Veil, in Spindler/Stilz a.a.O. § 305 Rn. 90; vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 105, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. Dezember 2016 – I-26 W 25/12 (AktE) –, Rn. 78, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W

4/13 –, Rn. 69, juris zum IDW S1 i.d.F. 2000; Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 128; Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12, Rn. 162, juris; auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 18, 25, 95, 98 juris ohne weitere Thematisierung angesichts des beschränkten Beschwerdevorbringens). Im Rahmen eines Spruchverfahrens kann es, wie bereits ausgeführt, nicht darum gehen, einen wirtschaftswissenschaftlichen Methodenstreit richterlich zu entscheiden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 49, 67 juris). Die Wahl des Tax-CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags im vorliegenden Fall ist daher nicht grundsätzlich zu beanstanden.

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

b. Konkrete Einschätzung der Marktrisikoprämie

Abweichend vom Bewertungsgutachten ist eine Marktrisikoprämie von **5,5%** anzusetzen.

Die Bewertungsgutachterin hat die bei der Bewertung im vorliegenden Fall angewandte Marktrisikoprämie nach Steuern mit **6,0%** festgelegt (BewGA Seite 47). Die sachverständige Prüferin hat im Prüfungsbericht ausgeführt, der von der Bewertungsgutachterin gewählte Kapitalisierungszins sei „nicht zu beanstanden". Die von ihr gewählte Marktrisikoprämie von 6,0% sei „vertretbar" und liege am oberen Ende der vom FAUB empfohlenen Bandbreite. „Gleichwohl" habe sie, die sachverständige Prüferin, „im Rahmen ihrer Plausibilisierung" eine Marktrisikoprämie in der Mitte der vom FAUB empfohlenen Bandbreite von 5,5% „herangezogen" (PB Seite 34).

Bei der Anhörung hat Wirtschaftsprüfer die Vertretbarkeit der von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegten 6,0% mit Blick auf die Bandbreite der IDW-Empfehlung noch einmal bestätigt, zugleich aber auch deutlich gemacht, dass der Rückgriff auf das obere Ende der Bandbreite der aktuellen, seit September 2012 geltenden FAUB-Empfehlung bislang „nicht gelebte Praxis" gewesen sei. Er halte es für „richtiger", 5,5% zu veranschlagen. Das von der Bewertungsgutachterin angeführte Argument, dass die Gesellschaft am Bewertungsstichtag in einer Restrukturierungsphase gewesen sei, hat ihn in Bezug auf die Marktrisikoprämie nicht überzeugt. Entsprechende individuelle Risiken bei der VBH stünden nicht im Zusammenhang mit der Marktrisikoprämie, sondern seien über den Betafaktor zu berücksichtigen. Den von der Bewertungsgutachterin veranschlagten Risikozuschlag halte die sachverständige

Prüferin für angemessen, auch wenn sie den von der Bewertungsgutachterin gewählten Weg dahin für falsch halte (Bl. 1000 d.A.). Sie rechtfertigt dieses Ergebnis damit, dass nach ihrer Einschätzung aufgrund des erhöhten Risikos durch den Sanierungsprozess der VBH der Ansatz eines höheren Betafaktors gerechtfertigt sei (PB Seite 44, 49). Auf den Betafaktor wird noch gesondert eingegangen.

Nahezu alle Antragsteller kritisieren die der Bewertung zugrunde gelegte Marktrisikoprämie als unrealistisch zu hoch, viele thematisieren die Divergenz bei der Marktrisikoprämie. Insbesondere wird im vorliegenden Verfahren kritisiert, dass die Bewertungsgutachterin nicht den Mittelwert der geltenden Empfehlung des FAUB, sondern die obere Grenze der empfohlenen Bandbreite herangezogen hat. Darin unterscheidet sich der vorliegende Fall zugleich von allen bislang durch das Landgericht Stuttgart in jüngster Zeit entschiedenen Fällen.

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

aa. Zugrunde liegende empirische Daten

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

Bei der Herleitung anhand empirischer Daten werden in der Betriebswirtschaftslehre mit jeweils guten Argumenten unterschiedliche Referenzindizes für das „Marktportfolio" (etwa: DAX, sämtliche deutsche Aktien, CDAX, MSCI, nur Stammaktien aus dem DAX) und unterschiedliche Wege der Durchschnittsbildung zur Verarbeitung empirischer Daten (arithmetisches vs. geometrisches Mittel) vertreten. Während die Verdichtung unter Verwendung des arithmetischen Mittels eine jährliche Anlage und Veräußerung des Aktienportfolios unterstellt, legt die Verwendung des geometrischen Mittels eine Kauf- und Haltestrategie über den gesamten Anlagezeitraum zugrunde (Wollny, a.a.O. S. 548 ff., 552f.). Dementsprechend gibt es weltweit zahlreiche Studien zur Ableitung von Marktrisikoprämien, auch für unterschiedliche Untersuchungszeiträume, die zu völlig unterschiedlichen Ergebnissen führen (vgl. exemplarisch die bei Wollny, a.a.O. Seite 557 ff. aufgeführten).

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

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

bb. Weitere Ansätze neben der empirischen Methode

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

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

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

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

Gerade eine stärker kapitalmarktorientierte Bewertung von Aktien trägt dem Gedanken Rechnung, dass es um das Ziel der Ermittlung desjenigen Betrages geht, den der Aktionär bei einer „freien Deinvestitionsentscheidung" tatsächlich zum Bewertungsstichtag hätte erhalten können (für eine stärker kapitalmarktorientierte Bewertung LG Stuttgart,

Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 87 ff., zum KGV als relevante Kennzahl vgl. Rn. 98, juris; Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht 8. Aufl. 2016, § 305 AktG Rn. 41a, 41b, 69b; auch Fleischer, AG 2016, 185, 192 mit der These, ein „marktorientierter Methodenpluralismus" verspreche gegenüber der Ertragswertmethode „validere Unternehmenswerte"). Minderheitsaktionäre sind bei der fiktiven „freien Deinvestitionsentscheidung" typischerweise auf den von Analystenschätzungen beeinflussten Kapitalmarkt angewiesen.

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

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

Die von Kritikern angesprochenen „Schätzfehler" sprechen nicht generell gegen das Modell der „impliziten Kapitalkosten", denn solche Fehler können bei Heranziehung einer Vielzahl von Analystenschätzungen nivelliert werden. Berücksichtigt wird der Durchschnitt

aller verfügbaren Schätzungen, die sogenannte Consensus-Schätzung, was tendenziell zu einem Ausgleich einzelner Über- oder Untertreibungen führt (Castedello/Jonas/ Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 819). Berücksichtigt man zudem, dass in die Schätzungen von Analysten Informationen einfließen, die sie vom Management des jeweiligen Unternehmens erhalten, und dass dieses bei der Kommunikation am Kapitalmarkt Anreize hat, eher über den realistischen Erwartungswerte liegende Zahlen zu verwenden (wie bereits in anderen Spruchverfahren erörtert), so wird deutlich, dass derartige Analystenschätzungen nicht zwangsläufig zum Nachteil von Minderheitsaktionären ausfallen.

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

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

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

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

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

Bezogen auf das Halbeinkünfteverfahren, gab es eine Empfehlung des Arbeitskreises Unternehmensbewertung des IDW („AKU"), eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,0% bis 6,0% anzuwenden (IDW-FN 2005, 71). Diese Empfehlung von 2005 stützte sich auf Ergebnisse einer empirischen Untersuchung von Prof. Stehle aus dem Jahr 2004 zu historischen Marktrenditen, übernahm diese Ergebnisse aber nicht pauschal (er hatte bei Abstellen auf den CDAX Nachsteuerwerte zwischen 3,83% und 6,66% ermittelt). Der Empfehlung liegt vielmehr eine eigenständige Auswertung des damaligen Meinungsstandes zur Bestimmung der Marktrisikoprämie zugrunde. Das OLG Stuttgart hat zu dieser Empfehlung entschieden, dass es sich um eine anerkannte Expertenauffassung handele, die als Schätzgrundlage dienen könne (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 319 ff., juris).

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

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

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

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

dd. Meinungsstreit in Bezug auf die Marktrisikoprämie bei anhaltender Niedrigzinsphase

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

Die betriebswirtschaftliche Diskussion zur Ermittlung einer sachgerechten Marktrisikoprämie insbesondere in der anhaltenden Niedrigzinsphase ist noch nicht abgeschlossen. Auch einige Antragsteller des vorliegenden Verfahrens räumen unter Hinweis auf betriebswirtschaftliche Fachliteratur und eine Entscheidung des LG Frankfurt ein, dass es „ein vielfältiges Bild" und eine „beträchtliche Streubreite der ermittelten Marktrisikoprämien" gebe (so die Antragsteller Ziff. 13 bis 19, Bl. 96 d.A.).

Das LG Hannover ist in einem Beschluss von 2015, bezogen auf den 23. November 2012 als Bewertungsstichtag, der Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 gefolgt und hat eine Marktrisikoprämie von 5,5% als angemessen bestätigt (LG Hannover, Beschluss vom 25. Februar 2015 – 23 AktE 7/13, im Verfahren LG Stuttgart 31 O 50/15 KfH SpruchG vorgelegt als Anlage AG 16). Auch das OLG Frankfurt hat sich gerade angesichts des Streits in der Wirtschaftswissenschaft und in Literatur und Rechtsprechung für die weitere Berücksichtigung der Empfehlung des FAUB zur erhöhten Marktrisikoprämie im „Niedrigzinsumfeld" und für die Angemessenheit der konkreten Verwendung von 5,5% bezogen auf einen Bewertungsstichtag im Jahr 2013 ausgesprochen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15 –, Rn. 71; zustimmend Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 744).

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

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

ee. Beurteilung durch die Kammer

Nachdem die 31. Kammer für Handelssachen dies bereits in anderen Verfahren für Bewertungsstichtage im Juli 2014 bzw. 10. Juli 2015 entschieden hat (LG Stuttgart, Beschluss vom 17. September 2018 - 31 O 1/15 KfH SpruchG; Beschluss vom 15. November 2018 - 31 O 130/15 KfH SpruchG), bleibt die Kammer auch für den hier relevanten Bewertungsstichtag **25. Juli 2016** dabei, dass im Grundsatz noch auf die Empfehlung des FAUB zurückgegriffen werden kann (vgl. (1) bis (3) unten). Allerdings erscheint bezogen auf den hier relevanten Bewertungsstichtag nur eine Marktrisikoprämie vor Steuern von **5,5%** sachlich gerechtfertigt, welche dem Mittel der vom FAUB

empfohlenen Bandbreite entspricht. Die von der Bewertungsgutachterin angesetzten 6,0% hingegen sind aus Sicht der Kammer sachlich nicht begründet (vgl. (4) unten).

(1) Der FAUB bzw. Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner (Wpg 2018, 806, 808) sind der Auffassung, dass es aufgrund der im historischen Vergleich ungewöhnlich niedrigen Rendite festverzinslicher Bundeswertpapiere und damit auch des Basiszinssatzes in Kombination mit der Verwendung der bisherigen Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie (vor 2012) insgesamt zu Gesamtrenditeerwartungen käme, die - unter Berücksichtigung von Ausmaß und zeitlicher Dauer der Abweichung – nicht zu empirisch am Kapitalmarkt beobachtbaren Verhältnissen passen. Ob dieser Befund die Kapitalmarktsituation seit Ausbruch der Finanzmarktkrise – anhaltend – im Anwendungsfall der Unternehmensbewertung zu einer besonderen macht, ist unter Wirtschaftswissenschaftlern umstritten, ebenso in welchem Ausmaß und wie lange die anhaltende Niedrigzinsphase noch Einfluss auf die Bemessung der Marktrisikoprämie hat. Selbst Kritiker gehen von einem – wenn auch deutlich geringeren – Anstieg der Marktrisikoprämie bei Einbeziehung der Aktienrenditen 2004 bis 2013 aus (Wollny, a.a.O. Seite 582 d.A.).

(2) Das OLG Stuttgart hat hervorgehoben, dass die Verlautbarungen des IDW trotz aller dagegen im Allgemeinen oder in Einzelfragen vorgebrachten Kritik von dem Berufsstand der Wirtschaftsprüfer anerkannt seien und bei Unternehmensbewertungen in der Praxis ganz überwiegend beachtet würden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 80, juris). Gerade weil die Frage, ob die Aus- und Nachwirkungen der Weltwirtschaftskrise ab 2007/2008 („Subprime"-Krise) mit dem Höhepunkt des Zusammenbruchs von Lehman Brothers 2008 bzw. der „Eurokrise" ab 2009 eine Erhöhung der Marktrisikoprämie rechtfertigen, in Literatur und Rechtsprechung nicht einheitlich beurteilt wird, und weil die Bewertungspraxis den Empfehlungen des FAUB als sachverständigem Gremium des IDW regelmäßig folgt, wird in der juristischen Literatur vertreten, dass die Berücksichtigung der bereits erwähnten Empfehlung des FAUB vom 19. September 2012 weiterhin angemessen sei (Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 744).

Bezogen auf die Marktrisikoprämie ist die Kammer die Auffassung, dass im Grundsatz all diejenigen Werte ohne weiteres akzeptabel sind, die innerhalb der Bandbreite liegen, die bezogen auf den Bewertungszeitpunkt in einschlägigen betriebswirtschaftlichen Untersuchungen wie auch in der Bewertungspraxis herkömmlich anzutreffen sind. Das gilt insbesondere, wenn sich der Wert innerhalb der Spanne hält, die in Verlautbarungen

des IDW empfohlen wird. Hält sich der herangezogene Wert innerhalb dieser von § 287 Abs. 2 ZPO gezogenen Grenzen, bedarf es einer gerichtlicher Auseinandersetzung mit dem in den Wirtschaftswissenschaften vorzufindenden Diskussionsstand grundsätzlich nicht (Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O., § 34 Rn. 144 f.).

Die im vorliegenden Fall von der Bewertungsgutachterin zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 6,0% nach Steuern liegt innerhalb der Spanne der vom FAUB nach wie vor für richtig gehaltenen Empfehlung. Allerdings ist der Gericht kein anderer Fall mit einem Bewertungsstichtag nach dem 12. September 2012 bekannt, in dem ein Bewertungsgutachter eine Marktrisikoprämie am oberen Rand der FAUB-Empfehlung, also von 6,0% zugrunde gelegt hätte, und erst Recht keine gerichtliche Entscheidung, in der das akzeptiert worden wäre.

(3) Die Kammer möchte ihrer Beurteilung im Rahmen der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO keine offenkundig „falsche", d.h. willkürliche und objektiv durch nichts belegbare Auffassung zugrunde legen.

Schon der Mittelwert der vom FAUB empfohlenen Bandbreite (also von 5,5% vor Steuern) stößt auf Seiten der Minderheitsaktionäre in Spruchverfahren auf Kritik.

Angesichts der Kritik vieler Antragsteller an der Empfehlung des FAUB vom September 2012 zur erhöhten Marktrisikoprämie wegen der anhaltenden Niedrigzinsphase und angesichts des Umstandes, dass manche Gerichte in Spruchverfahren dieser Empfehlung des FAUB nicht einmal mehr bezüglich des Mittelwerts von 5,5% folgen, galt es – wie bereits in den Verfahren 31 O 1/15 KfH SpruchG und 31 O 130/15 KfH SpruchG – in einem ersten Schritt auch hier kritisch zu prüfen, ob sich anhand konkreter Tatsachen echte „Fehler" der Empfehlung des FAUB aufzeigen lassen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 380, juris). Solche evidenten „Fehler" sind jedoch nicht festzustellen. Im Gegenteil, kann der FAUB sich nach wie vor auf fachliche Argumente berufen, die für die von ihm ausgesprochene Empfehlung sprechen.

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

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

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

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

In dem Bewusstsein, dass es auch für den Bereich der Marktrisikoprämie keinen absolut „richtigen, einzig zutreffenden" Wert gibt, der einer „endgültigen Gewissheit zugeführt" werden könnte (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11 –, Rn. 69, juris), sondern allenfalls eine angemessene Bandbreite vertretbarer Schätzwerte, und in dem Bewusstsein, dass sich die aktuelle Empfehlung des FAUB ohnehin auch weiterhin einer kritischen Prüfung unterziehen muss, sieht die Kammer aus vorgenannten Gründen von einer hier nicht erforderlichen und auch nicht leistbaren weiter vertieften Erörterung aus wirtschaftswissenschaftlicher Sicht ab.

Aufgrund der Anerkennung der Empfehlungen des IDW als anerkannte Expertenauffassung und aufgrund der anzulegenden Prüfungsmaßstäbe (vgl. oben I.1.c) bedarf

es nicht der Einholung eines von einigen Antragstellern beantragten Sachverständigengutachtens zur Höhe der Marktrisikoprämie, auch wenn die Kammer keinen Zweifel hat, dass ein solches Gutachten bei guter Begründung zu einem ebenso gut vertretbaren (möglicherweise höheren, möglicherweise niedrigeren) Wert führen könnte.

(4) Bedenken hat die Kammer jedoch, soweit es um die konkrete Rechtfertigung geht, im vorliegenden Fall auf den oberen Rand der vom FAUB empfohlenen Bandbreite zur Marktrisikoprämie zurückzugreifen.

Die Kammer schließt sich diesbezüglich den oben dargestellten, überzeugenden Erwägungen des Wirtschaftsprüfers an. Wie im Termin am 20. November 2018 thematisiert, hatte die Bewertungsgutachterin in einem anderen beim Landgericht Stuttgart (31 O 138/15 KfH SpruchG) anhängigen Fall, in dem sie zur sachverständigen Prüferin bestellt worden war, eine Marktrisikoprämie von 5,5% bezogen auf den Bewertungsstichtag 24. September 2015 für einen vertretbaren Schätzer gehalten (Bl. 1000 d.A., allerdings unter irrtümlicher Nennung eines falschen Aktenzeichens und eines anderen Bewertungsstichtages). Nach dem unwidersprochenen Vortrag des Antragstellers Ziff. 34 haben Wirtschaftsprüfer, die der Bewertungsgutachterin bzw. der sachverständigen Prüferin angehören, in einem anderen, nicht beim Landgericht Stuttgart anhängigen Verfahren bezogen auf den Bewertungsstichtag 02. Dezember 2016 ebenfalls eine Marktrisikoprämie von 5,5% zugrunde gelegt (Bl. 269 d.A.). Der im vorliegenden Fall relevante Bewertungsstichtag 25. Juli 2016 liegt zwischen den beiden vorstehend genannten Stichtagen. Auf Nachfrage im Termin am 20. November 2018 wurden keine Besonderheiten genannt, die es rechtfertigen könnten, hier eine Marktrisikoprämie am oberen Rand der Empfehlung des FAUB zu wählen (Bl. 1000 d.A.).

Weder aus dem Bewertungsgutachten noch aus dem Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin ergeben sich stichhaltige Argumente dafür, dass gerade im vorliegenden Fall eine Marktrisikoprämie von 6,0% gerechtfertigt wäre.

Die Marktrisikoprämie soll das höhere Risiko einer Anlage in einem Aktienportfolio gegenüber „relativ" sicheren Bundeswertpapieren reflektieren, nicht das individuelle Risiko der VBH mit Blick auf die zum Bewertungsstichtag noch nicht abgeschlossene Sanierung. Soweit diese Risiken nicht bereits im Zähler bei der Bildung von Erwartungswerten abgebildet wurden, ist das individuelle Risiko der VBH in der Formel des CAPM durch den Betafaktor abzubilden, nicht durch eine individuelle „Korrektur" der allgemeinen, auch für andere Fälle geltenden Marktrisikoprämie nach oben. Auf

entsprechende Bedenken gegen den hiervon abweichenden Ansatz der Bewertungsgutachterin hat auch die sachverständige Prüferin hingewiesen (PB Seite 45).

Die Kapitalmarktsituation am Bewertungsstichtag unterschied sich nicht grundlegend von derjenigen im Zeitraum zwischen Ausspruch der FAUB-Empfehlung und dem Jahr 2015, für die die Kammer, wie bereits ausgeführt, in anderen Spruchverfahren eine Marktrisikoprämie von 5,5% als angemessen angesehen hat.

Schließlich ist keine Gerichtsentscheidung in einem Spruchverfahren bekannt, die bezogen auf das Jahr 2016 eine Marktrisikoprämie am oberen Rand der vom FAUB empfohlenen Bandbreite befürworten oder als sachgerecht und angemessen bezeichnen würde. Ein Rückgriff auf den oberen Rand der empfohlenen Bandbreite mag zwar im Lichte des Empfehlungswortlauts noch „vertretbar" erscheinen, ist aber bezogen auf den hier relevanten Bewertungsstichtag nicht in der Bewertungspraxis „gebräuchlich" gewesen. Besondere Gründe, im Einzelfall von der üblichen Praxis (Mittelwertansatz) abzuweichen, sind hier nicht ersichtlich.

5. Betafaktor

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

Die Bewertungsgutachterin hat im vorliegenden Fall die Heranziehung des unternehmenseigenen Betafaktors der VBH verworfen und stattdessen unter Verweis auf die Betafaktoren einer von ihr ermittelten Peer-Group, die aus fünf Unternehmen besteht, einen unverschuldeten Betafaktor von 1,0 geschätzt (BewGA Seite 52, 54).

Die sachverständige Prüferin hat nach Durchführung eigener Analysen und Befragung des Vorstands der VBH die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin im Prüfungsbericht nochmals ausführlich referiert und rechnerisch nachvollzogen (PB Seite 36 ff.). Sie hat ausgeführt, dass sie bei ihrer Analyse keine zusätzlichen Unternehmen gefunden habe, die vergleichsweise ähnliche Tätigkeitsfelder und Risikofaktoren aufweisen wie die VBH (PB Seite 39).

Abweichend von der Bewertungsgutachterin habe sie jedoch keinen Durchschnitt der Betafaktoren der Vergleichsunternehmen über unterschiedliche Betrachtungszeiträume (2 Jahre, 3 Jahre, 4 Jahre, 5 Jahre jeweils wöchentlich, 5 Jahre monatlich, vgl. BewGA Seite 51) gebildet, sondern auf den Zeitraum 5 Jahre, wöchentlich abgestellt, dem längstmöglichen Abfragezeitraum mit der größtmöglichen Anzahl von Datenpunkten.

Bezogen auf die fünf Unternehmen der Peer Group, hat die sachverständige Prüferin hieraus einen durchschnittlichen unverschuldeten Betafaktor von 1,01 errechnet und dokumentiert, dass die unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group sich in einer Bandbreite von 0,80 bis 1,26 bewegten. Da sich die VBH im Gegensatz zu den Peer Group-Unternehmen in einem Sanierungsprozess befinde, halte sie auch einen über dem Durchschnitt der Peer Group, jedoch innerhalb der Bandbreite liegenden Betafaktor für vertretbar.

Die weitere Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin, das „Relevern", sei sachgerecht erfolgt (PB Seite 40). An anderer Stelle bringt die sachverständige Prüferin zum Ausdruck, dass sich bei einer auf 5,5% reduzierten Marktrisikoprämie und Ansatz eines unverschuldeten (innerhalb der bereits erwähnten Bandbreite liegenden) Betafaktors von 1,17 ein identischer Eigenkapitalwert von 2,36 EUR pro Aktie ergebe (PB Seite 45). Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung am 20. November 2018 die Angemessenheit des von der Bewertungsgutachterin insgesamt veranschlagten Risikozuschlags (Produkt von Marktrisikoprämie und Betafaktor) sowie die Angemessenheit eines Betafaktors von 1,17 bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% bestätigt (Bl. 1002 d.A.).

a. Allgemeine Überlegungen

Der Betafaktor ist kein empirisch feststellbarer Vergangenheitswert, sondern ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert (OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08, Rn. 200; Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 146). Gleichwohl

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

Ein Betafaktor von 1,0 wird modelltheoretisch so interpretiert, dass eine Veränderung der Marktrendite eine identische Veränderung der Rendite des Investitionsobjekts zur Folge habe, während ein Betafaktor von > 1,0 auf Unternehmen mit regelmäßig höherem Risiko hindeutet (Wollny, a.a.O. Seite 597).

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

Ob ein aussagekräftiger unternehmenseigener Betafaktor stets Vorrang vor einem mithilfe einer Peer Group ermittelten Betafaktor hat, und unter welchen Voraussetzungen von einer hinreichenden Aussagekraft des unternehmenseigenen Betafaktors ausgegangen werden kann, ist bislang wissenschaftlich nicht geklärt und wird nicht einheitlich beurteilt (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 69, 70, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 18. Dezember 2014 – 21 W 34/12 –, Rn. 88, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. März 2014 – I-26 W 16/13 (AktE) –, Rn. 7, juris; LG Düsseldorf, Beschluss vom 14. Oktober 2016 – 33 O 72/10 –, Rn. 49 ff., juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 133, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011 – 20 W 3/09 –, Rn. 214, juris). Ein Rückgriff auf eine Peer Group ist jedenfalls dann unvermeidlich, wenn der aus den Kursdaten der Vergangenheit ermittelte „eigene historische Betafaktor" nicht dazu geeignet ist, den künftigen Betafaktor des Unternehmens zu schätzen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010 – 20 W 9/08 –, Rn. 164, juris).

Soweit einige Antragsteller die Heranziehung von „Branchenbetas" befürworten, so zeigen schon die voneinander abweichenden Angaben, wie problematisch es ist, auf diesem Wege ein unternehmensspezifisches Beta abzuleiten (vgl. die Nennung von 0,59 für den „Bausektor" bzw. 0,62 branchenweit, Antragsteller Ziff. 41, Bl. 347; Ziff. 61, 62, Bl.

525 Rs.; demgegenüber „Equity Beta" von 1,01 für die Branche „Construction" in Schwetzler/Hammer, BewPraktiker 2017, Seite 98). Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung ausgeführt, man sehe einen Rückgriff auf solche „Branchenbetas" in der Bewertungspraxis nie (Bl. 1003 d.A.). Die Heranziehung von Branchenbetas kann nicht als methodisch allgemein anerkannt und gebräuchlich angesehen werden. Der Rückgriff auf eine Peer Group hingegen ist anerkannt und gebräuchlich.

b. Keine aussagekräftigen unternehmenseigenen Betafaktoren im vorliegenden Fall

Es nicht zu beanstanden, dass der eigene, aus historischen Kursdaten abgeleitete Betafaktor der VBH von 0,26 (laut Angaben etwa des Antragstellers Ziff. 31) nicht herangezogen wurde.

Schon nach den allgemeinen Überlegungen ist die Kammer nicht davon überzeugt, dass ein Betafaktor von unter 1,0 hier angemessen wäre, denn das würde bedeuten, dass eine Veränderung der Marktrendite nur eine geringere Renditeänderung bei der VBH-Aktie zur Folge hätte und dass ein Investment in die VBH-Aktie mit einem eher unterdurchschnittlichen Risiko verbunden gewesen wäre (Wollny, a.a.O. Seite 597). Das Gegenteil scheint hier der Fall: Nachdem sich die Gesellschaft am Bewertungsstichtag noch in der Restrukturierungsphase befand und als „Sanierungsfall" und nach dem Kapitalschnitt am Kapitalmarkt zunächst wieder Vertrauen zurückgewinnen musste, war eher anzunehmen, dass kleinere Ausschläge des Gesamtmarkts nach unten bei der VBH wegen höherer Risikobehaftung größere Ausschläge nach unten zur Folge haben würden, das Risiko einer Investition in VBH-Aktien war am Bewertungsstichtag verglichen mit dem Gesamtmarkt überdurchschnittlich. Das spricht für einen Betafaktor über 1,0.

Schon eine geringe Liquidität bzw. ein geringer Handel kann im Übrigen die Aussagekraft eines Betafaktors beeinträchtigen, und umstrittene Korrekturverfahren beheben dieses Problem nicht zwingend (so schon LG Stuttgart, Beschluss vom 29. Juni 2011 – 31 O 179/08 KfH AktG –, Rn. 105, juris unter Verweis auf OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 211; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. März 2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 165 ff). Einem Betafaktor fehlt außerdem die Aussagekraft zum individuellen Unternehmensrisiko, wenn er keine statistische Signifikanz ausweist, also die statistischen Parameter Bestimmtheitsmaß und insbesondere t-Test nicht den Mindestanforderungen genügen (so schon LG Stuttgart, Beschluss vom 29. Juni 2011 – 31 O 179/08 KfH AktG –, Rn. 106, juris unter Hinweis auf OLG Stuttgart, Beschluss vom

18. Dezember 2009, 20 W 2/08, Juris Rn. 245 ff; OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011, 20 W 3/09, Juris Rn. 212).

Die Antragsgegnerin hat in der Antragserwiderung auf die vorgenommene, allerdings im Bewertungsgutachten nicht offengelegte Liquiditätsanalyse verwiesen, wonach in den fünf Jahren vor der Ad hoc-Mitteilung über den beabsichtigten verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" ein Börsenhandel in VBH-Aktien nur an stets unter 75% der Handelstage stattfand, und dass die Geld-Briefspanne im Jahr bis zur Ad hoc-Mitteilung bei 3,16% lag, im Vorjahr bei 5,31% und auch in den weiteren Vorjahren deutlich über 3% (Bl. 670 d.A.). Wirtschaftsprüfer Brauchle hat bei der Anhörung am 20. November 2018 bestätigt, dass sowohl die Ergebnisse des statistischen Signifikanztests als auch die Geld-Brief-Spanne gegen die Heranziehung des unternehmenseigenen Betafaktors sprachen (Bl. 1001 d.A.).

Aus der Antragserwiderung der Antragsgegnerin ergibt sich, dass der t-Wert hier 0,61 betrug (Bl. 669 d.A.). Der Wert liegt damit unter dem für ein Konfidenzniveau von 95% (also bei einer üblicherweise tolerierten Irrtumswahrscheinlichkeit von 5%) einzusetzenden t-Wert von 1,96 (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, Rn. 248, juris).

Angesichts der vorstehend angegebenen Werte kann die Kammer dahingestellt lassen, bei welchen Werten die für die Heranziehung des unternehmenseigenen Betafaktors gerade noch akzeptable Grenze der hinreichenden Liquidität liegt. Im vorliegenden Fall ist sie jedenfalls deutlich überschritten. Die VBH-Aktien waren zu illiquide, um anhand von Handelsdaten repräsentative Betafaktoren zu ermitteln (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. März 2014 – I-26 W 16/13 AktE –, Rn. 7, juris, das aus einem Sachverständigengutachten zitiert, wonach „auf Basis derzeitiger Erkenntnisse" bei Bid-Ask Spreads von größer 1,25 % und einem Handelsumsatz von bis zu 115.000 EUR regelmäßig nicht mehr von hinreichender Liquidität für die Bestimmung unverzerrter Betafaktoren ausgegangen werden könne; auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 133, juris, das zur Beurteilung des Liquiditätskriteriums ebenfalls auf die Entwicklung der relativen Bid-Ask-Spreads - im entschiedenen Fall 1,38% -, das Handelsvolumen, die Handelsquote, d.h. den Quotient aus Zahl der gehandelten Aktien und Streubesitz, und ergänzend auf die Prägung des Aktienkurses etwa durch ein Übernahmeangebot abstellt; vgl. außerdem OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 69, 70, juris: keine Aussagekraft schon bei

einem Bid-Ask-Spread von 2,37 % und bei zahlenmäßig geringem durchschnittlichem Handelsvolumen in Stück und EUR und mehreren Kurssprüngen von deutlich über 5 %).

Schließlich zeigt eine Gesamtbetrachtung der Unternehmenssituation, dass das spezifische Risiko der VBH am Bewertungsstichtag aus Sicht des Kapitalmarkts nicht unter dem Durchschnittsrisiko des Marktportfolios gelegen haben kann, wie sich aus dem Einbruch des Geschäfts in den Vorjahren, der laufenden Sanierung und dem unsicheren Gelingen der Sanierung ergibt.

c. Betafaktoren der herangezogenen „Peer Group"

Die Bewertungsgutachterin hat, wie bereits ausgeführt, den Betafaktor der VBH anhand von Betafaktoren einer Peer Group aus fünf anderen Unternehmen abgeleitet (BewGA Seite 51 ff.). Die sachverständige Prüferin hat bezüglich der Auswahl dieser Unternehmen keine Bedenken geäußert und diese im Ergebnis als sachgerecht bestätigt, indem sie ausgeführt, ihre eigene Analyse habe kein zusätzliches, ebenfalls vergleichbares Unternehmen ergeben, das in die Peer Group aufgenommen werden müsste (PB Seite 39). Sie hat allerdings nicht auf den Durchschnittswert der Peer Group abgestellt, der häufig als Betafaktor herangezogen wird, sondern ist im Ausgangspunkt davon ausgegangen, dass Betafaktoren innerhalb der gesamten Bandbreite der Peer Group vertretbar seien, wie Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung bekräftigt hat (Bl. 1002 d.A.).

aa. Unbedenklichkeit der Ermittlung anhand einer Peer Group

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

bb. Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen

Entscheidend ist die tatsächliche Vergleichbarkeit der Unternehmen, die zur Ermittlung des unternehmenseigenen Betafaktors in der Peer Group herangezogen und deren Betafaktoren betrachtet werden. Da bei der Ermittlung von Betafaktoren in der praktischen Umsetzung eine Vielzahl – in der Wirtschaftswissenschaft teilweise kontrovers diskutierter – methodischer Einzelfallentscheidungen zu treffen sind, sind die von den Bewertern insoweit getroffenen methodischen Einzelentscheidungen nach § 287 Abs. 2 ZPO taugliche Schätzungsgrundlage, wenn sie nachvollziehbar begründet sind und sich auf

dem Boden gängiger Praxis bewegen, also anerkanntem und gebräuchlichem Vorgehen entsprechen, selbst wenn dieses in den Wirtschaftswissenschaften nicht unumstritten ist (Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 147, 148).

Einige Antragsteller (u.a. Antragstellerin Ziff. 8, Bl. 52; Ziff. 9 bis 12, Bl. 63; Ziff. 13 bis 21, Bl. 93, 124) kritisieren die fehlende Vergleichbarkeit der herangezogenen Unternehmen der Peer Group bzw. die fehlende Plausibilität der Vergleichbarkeit.

Hierzu ist auszuführen:

Zweck der Ermittlung des Betafaktors ist es, die (allgemeine) Marktrisikoprämie mittels des unternehmensindividuellen Betafaktors zu einer unternehmensindividuellen Risikoprämie zu transformieren (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 120). Fokussiert man das gesuchte individuelle Risiko der VBH im Verhältnis zum Gesamtmarkt, so muss es bei der Ermittlung des Betafaktors anhand eines Durchschnitts von Betafaktoren anderer Unternehmen nach dem „Referenzgruppen-Verfahren" darauf ankommen, Unternehmen zu finden, die hinsichtlich ihrer individuellen Risikostruktur dem zu bewertenden Unternehmen identisch sind oder *möglichst* nahekommen. Zu den in der betriebswirtschaftlichen Literatur zur Unternehmensbewertung genannten Kriterien, auf die es bezüglich der Vergleichbarkeit von Peer Group-Unternehmen mit dem zu bewertenden Zielunternehmen bei der Ermittlung des Betafaktors ankommen kann, gehören: Branchenidentität, Unternehmensgröße, operativer Diversifikationsgrad, identische operative Rentabilität (Meitner/Streitferdt, in Peemöller, Praxishandbuch Unternehmensbewertung, 6. Aufl. Seite 565).

Im vorliegenden Fall war es aus Sicht der Kammer besonders schwierig, überhaupt geeignete Vergleichsunternehmen zu finden, denn hier kommt die Besonderheit hinzu, dass es sich bei der VBH am Bewertungsstichtag um einen „Sanierungsfall" handelte, der – verglichen mit dem Gesamtmarkt – mit besonderen Risiken verbunden war und der – schon unabhängig von den vorgenannten Kriterien etwa der Branchenzugehörigkeit und Unternehmensgröße – eine höhere Volatilität begründet und dementsprechend tendenziell einen Betafaktor von > 1,0 rechtfertigt.

Die Kammer kann nicht nachvollziehen, weshalb die Antragsteller Ziff. 13 bis 19 von einem „überschaubaren Risiko" sprechen (Bl. 95 d.A.), obwohl sich die Gesellschaft am Bewertungsstichtag noch am Beginn der Sanierung befand und ein Erfolg der Sanierung

keinesfalls sicher oder auch nur höchstwahrscheinlich war, sondern auch eine Insolvenz nicht vollkommen ausgeschlossen werden konnte.

Dass bestimmte Unternehmen der „Longlist" wegen nicht gegebener statistischer Signifikanz ihrer Betafaktoren für die Peer Group nicht in Betracht kamen, wie Wirtschaftsprüfer erläutert hat (Bl. 1001 d.A.), ist nicht zu beanstanden entgegen der Kritik einiger Antragsteller, vgl. u.a. Antragsteller Ziff. 9-12, Bl. 64 d.A., Ziff. 31, Bl. 22; Ziff. 32, Bl. 234; Ziff. 35, Bl. 287; Ziff. 40, Bl. 330; Ziff. 41, Bl. 347; Ziff. 63, Bl. 532 d.A.

Auch die Eliminierung etwa der „Builders First Source" oder der „AFG" aus der Peer Group war entgegen der Auffassung einiger Antragsteller nicht geboten; entscheidend ist die Vergleichbarkeit des Geschäftsmodells, wie Wirtschaftsprüfer erklärt hat (Bl. 1001 d.A.), und gegebenenfalls der Risikosituation.

Angesichts der Restrukturierungssituation, in der sich die VBH befand, und angesichts in der Vergangenheit teils negativer Ergebnisse der VBH (etwa in den Jahren 2010 bis 2012, vgl. Daten-CD, ebenso 2013 und 2015, BewGA Seite 35) sind über mehrere Jahre negative Ergebnisse von Peer Group-Unternehmen entgegen der Auffassung einiger Antragsteller (etwa Ziff. 55, 56, Bl. 449 d.A. bezogen auf AFG) kein Argument, das gegen die Vergleichbarkeit sprechen würde, sondern im Gegenteil eher ein Argument für die Einbeziehung in die Peer Group. Auch ein negativer Cash Flow oder die Tätigkeit außerhalb des Handels steht einer Einbeziehung entgegen der Auffassung einiger Antragsteller (etwa Ziff. 9-12, Bl. 63 d.A.; Ziff. 24-27, Bl. 179, 181 d.A.) nicht zwingend entgegen, denn eine hundertprozentige Vergleichbarkeit wird sich nie herstellen lassen.

d. Schätzung des Betafaktors der VBH

Bei der Schätzung des Betafaktors der VBH ist, wie Wirtschaftsprüfer für die sachverständige Prüferin überzeugend ausgeführt hat, die besondere Risikosituation der Gesellschaft zu berücksichtigen, die insbesondere in der „Bandbreite möglicher künftiger Ergebnisse" gelegen habe, bei noch nicht abgeschlossener Restrukturierung, Mittelknappheit und einem lediglich geplanten, aber noch nicht abschließend oder „sicher" vollzogenen „turn around" (Bl. 1002 d.A.). Rückwärts gerechnet aus einem als angemessen angesehenen Risikozuschlag, ist bei einer Marktrisikoprämie von 5,5% daher nicht zu beanstanden, dass die sachverständige Prüferin „begründeten Anlass" sah, von der üblichen Heranziehung des Mittelwerts der Peer Group abweichend einen im Spektrum liegenden Wert von 1,17 als angemessen zu bezeichnen.

6. Wachstumsabschlag

Die Bewertungsgutachterin ist von einem thesaurierungsbedingten Wachstum einerseits, das den Aktionären im Bereich der „ewigen Rente" im Rahmen der zu kapitalisierenden Ergebnisse durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierung unter Abzug des hälftigen Abgeltungssteuersatzes einschließlich Solidaritätszuschlag zugute kommt, und von einem darüber hinausgehenden weiteren Wachstum ausgegangen, das sie – wie in der Bewertungspraxis üblich – bewertungstechnisch durch einen Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet hat. Hierbei ist die Bewertungsgutachterin von einem nachhaltigen Wachstum von 1,0% ausgegangen (BewGA Seite 53). Die sachverständige Prüferin hat diesen Ansatz nicht beanstandet (PB Seite 44 f.). Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung ausgeführt, dass man üblicherweise unterstelle, dass die Hälfte der Inflation auf die Kunden abgewälzt werden könne, was zu dem angesetzten Wachstumsabschlag von 1% führe (Bl. 1004 d.A.).

Die Antragstellerin Ziff. 3 kritisiert die vermeintliche Nichtberücksichtigung des künftigen Ertragswachstums „aus dem Markt Industrie 4.0" (Bl. 32 d.A.), lässt freilich im Dunkeln, ob, seit wann und in welchem Umfang sich die VBH überhaupt an diesem Projekt zur umfassenden Digitalisierung der industriellen Produktion beteiligt hat und welche Wachstumsimpulse sich hieraus für die schwerpunktmäßig im Handel tätige VBH ergeben sollen. Die These von der angeblichen „Nichtverarbeitung" der „künftigen Möglichkeiten" (Bl. 32 d.A.) bleibt ebenfalls nichtssagend.

Andere Antragsteller (u.a. Ziff. 22, Bl. 150; Ziff. 23, Bl. 173; Ziff. 30, Bl. 215 f.; Ziff. 33, Bl. 261 d.A.) meinen, dass der Wachstumsabschlag mindestens der langfristigen Inflationsrate entsprechen müsse, teils mit der Behauptung, andernfalls komme es zum „realen Schrumpfen" des Unternehmens. Diese Argumentation überzeugt jedoch nicht. Unter Berücksichtigung der konkreten Positionierung der VBH am Markt bei verlorenen Marktanteilen und fehlenden Alleinstellungsmerkmalen im Beschlägehandel und unter Berücksichtigung des Marktumfeldes ist ein Wachstumsabschlag von 1 % hier sachgerecht. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass das Unternehmen inflationsbedingte Kostensteigerungen weitgehend oder gar vollständig auf die Kunden überwälzen kann. Aus dem Umstand, dass in gerichtlichen Entscheidungen auch höhere Wachstumsabschläge berücksichtigt wurden, lässt sich für den vorliegenden Fall aufgrund der Unterschiede in den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und den zu bewertenden Unternehmen nichts herleiten (vgl. OLG München, Beschluss vom 31. März

2008 – 31 Wx 88/06 –, Rn. 46, juris). Außerdem kann nicht angenommen werden, ein unterhalb der erwarteten allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag führe auf Dauer zu einem Schrumpfen und vollständigen Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt. Dieser Ansatz lässt die Auswirkungen zwischen Wachstum, Thesaurierung, Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung außer Betracht. Gerade die Folgen der Thesaurierung müssen in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden (LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 158 ff., juris m.w.N.).

7. Gesamtergebnis

Ein Basiszinssatz von 0,80% vor Steuern, eine Marktrisikoprämie von 5,5%, ein Betafaktor von 1,17 (unlevered) und ein Wachstumsabschlag von 1,0% führen zu angemessenen Werten. Nach der aktualisierten Berechnung der sachverständigen Prüferin (Bl. 1026 d.A.) ist von folgenden Kapitalisierungszinssätzen auszugehen:

TEUR	Detailplanungszeitraum					TV
	2016	2017	2018	2019	2020	2021ff.
Bewertungsrelevanter Basiszinssatz	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%	0,80%
Typisierte Einkommenssteuer	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%	26,38%
Bewertungsrel. Basiszinssatz n. Steuer	**0,59%**	**0,59%**	**0,59%**	**0,59%**	**0,59%**	**0,59%**
Marktrisikoprämie	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta unlevered (Peer-Group)	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Marktwert des EK zum 01.01.	84.155	92.416	101.933	108.731	114.407	118.644
Marktwert des FK zum 01.01.	73.289	83.167	78.301	92.392	87.559	79.909
FK/EK	87,09%	89,99%	76,82%	84,97%	76,53%	67,35%
Beta relevered	1,68	1,77	1,60	1,70	1,63	1,57
Risikoprämie	9,23%	9,71%	8,82%	9,34%	8,97%	8,61%
Eigenkapitalkosten	**9,82%**	**10,30%**	**9,41%**	**9,92%**	**9,56%**	**9,20%**
Wachstumsfaktor						1,00%
Diskontierungszinssatz	**9,82%**	**10,30%**	**9,41%**	**9,92%**	**9,56%**	**8,20%**

IV. Ableitung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens

Die Behauptung der Antragsteller Ziff. 57, 58, bei der Aufzinsung des zum technischen Bewertungsstichtags 31. Dezember 2015 ermittelten Barwerts auf den 25. Juli 2016 sei ein Rechenfehler unterlaufen (Bl. 507 d.A.), ist nicht nachvollziehbar. Die von der Antragsgegnerin mitgeteilte Formel (Bl. 606 d.A.) ist korrekt und ergibt den im Bewertungsgutachten genannten Ertragswert für den 25. Juli 2016, wenn man von dem bei Erstattung des Bewertungsgutachtens gültigen Basiszinssatz ausgeht. Der tatsächliche Ertragswert ist wegen des niedrigeren Basiszinssatzes etwas höher. Die

Anwendung des angepassten Kapitalisierungszinssatzes führt zu folgender Berechnung, die von der sachverständigen Prüferin zur Verfügung gestellt wurde (Bl. 1026 d.A.):

Ertragswertberechnung VBH

TEUR	Detailplanungszeitraum					TV
	2016	2017	2018	2019	2020	2021ff.
Umsatzerlöse	**607.947**	**625.094**	**650.831**	**676.210**	**710.439**	
Bestandsveränderung	-	-	-	-	-	
Gesamtleistung	**607.947**	**625.094**	**650.831**	**676.210**	**710.439**	**660.645**
Materialaufwand	(464.828)	(476.229)	(495.414)	(514.289)	(540.023)	(509.568)
Rohertrag	**143.119**	**148.865**	**155.417**	**161.921**	**170.416**	**151.078**
Personalaufwand	(76.659)	(76.538)	(77.339)	(79.270)	(81.357)	(76.769)
Sonstige betriebliche Erträge	3.743	3.995	4.214	4.265	4.278	4.037
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(58.315)	(55.603)	(57.729)	(53.172)	(53.273)	(50.269)
EBITDA	**11.887**	**20.719**	**24.563**	**33.745**	**40.065**	**28.077**
Amortisation & Abschreibungen	(4.776)	(4.898)	(6.029)	(6.036)	(6.204)	(5.631)
EBIT	**7.112**	**15.821**	**18.534**	**27.709**	**33.861**	**22.447**
Zinsergebnis	(4.182)	(4.080)	(4.518)	(4.960)	(4.887)	(4.480)
EBT	**2.930**	**11.741**	**14.016**	**22.748**	**28.974**	**17.967**
Steuern	(2.652)	(3.068)	(3.443)	(4.212)	(4.949)	(3.948)
Jahresüberschuss (EAT)	**278**	**8.673**	**10.572**	**18.536**	**24.025**	**14.019**
Minderheitenanteile	(819)	(980)	(1.070)	(1.169)	(1.283)	(863)
Konzernergebnis	**(541)**	**7.693**	**9.502**	**17.367**	**22.742**	**13.156**
Thesaurierung	541	(7.693)	(5.701)	(10.420)	(13.645)	(6.578)
Nettodividende (vor Steuern)	-	-	**3.801**	**6.947**	**9.097**	**6.578**
ESt auf Dividenden	-	-	(1.002)	(1.832)	(2.399)	(1.735)
Ausschüttungen nach persönlichen Steuern	-	-	**2.798**	**5.115**	**6.698**	**4.843**
Wertbeitrag aus Thesaurierung	-	-	-	-	-	6.578
Wachstumsthesaurierung	-	-	-	-	-	(951)
Effektive Steuer auf Wertsteigerung	-	-	-	-	-	(742)
Nettozufluss nach Steuern	-	-	**2.798**	**5.115**	**6.698**	**9.727**
Bewertungsrelevanter Basiszinssatz	*0,80%*	*0,80%*	*0,80%*	*0,80%*	*0,80%*	*0,80%*
Typisierte Einkommenssteuer	*26,38%*	*26,38%*	*26,38%*	*26,38%*	*26,38%*	*26,38%*
Bewertungsrel. Basiszinssatz n. Steuer	***0,59%***	***0,59%***	***0,59%***	***0,59%***	***0,59%***	***0,59%***
Marktrisikoprämie	*5,50%*	*5,50%*	*5,50%*	*5,50%*	*5,50%*	*5,50%*
Beta unlevered (Peer-Group)	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17	1,17
Marktwert des EK zum 01.01.	84.155	92.416	101.933	108.731	114.407	118.644
Marktwert des FK zum 01.01.	73.289	83.167	78.301	92.392	87.559	79.909
FK/EK	*87,09%*	*89,99%*	*76,82%*	*84,97%*	*76,53%*	*67,35%*
Beta relevered	1,68	1,77	1,60	1,70	1,63	1,57
Risikoprämie	*9,23%*	*9,71%*	*8,82%*	*9,34%*	*8,97%*	*8,61%*
Eigenkapitalkosten	***9,82%***	***10,30%***	***9,41%***	***9,92%***	***9,56%***	***9,20%***
Wachstumsfaktor						*1,00%*
Diskontierungszinssatz	***9,82%***	***10,30%***	***9,41%***	***9,92%***	***9,56%***	***8,20%***
Zeitfaktor	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	5,0
Barwertfaktoren	0,91	0,83	0,75	0,69	0,63	7,64
Barwert zum 01.01.2016	-	-	2.112	3.511	4.196	74.337
Ertragswert zum 01.01.2016	**84.155**					
Technischer Bewertungsstichtag	01.01.2016					
Ökonomischer Bewertungsstichtag	25.07.2016					
Tage Aufzinsung	206					
Wert des Eigenkapitals zum 25.07.2016	**88.710**					
Anzahl Aktien (Stück)	35.683.984					
Wert je Aktie in EUR	**2,49**					

Den sich hieraus ergebenden Abfindungsbetrag von **2,49 EUR** pro Aktie hat Wirtschaftsprüfer unter den ihm vom Gericht vorgegebenen Prämissen bereits bei der Anhörung am 20. November 2018 genannt (Bl. 1002, 1003 d.A.).

V. Bewertung von Sonderwerten und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Die Antragstellerin Ziff. 3 kritisiert fehlende Ausführungen „über die Märkte zur Pflege und zum Schutz von Marken und anderen gewerblichen Schutzrechten und deren ertragswirtschaftliche Bedeutung für VBH" (Bl. 33 d.A.), jedoch ohne zu erläutern, inwieweit diesen Stichworten bewertungsrelevante Tatsachen zugrunde liegen sollen.

Einige Antragsteller (u.a. Antragsteller Ziff. 31, Bl. 225, 227 f.; Ziff. 32, Bl. 236, 238 f.; Ziff. 35, Bl. 288; Ziff. 40, Bl. 335 d.A.) beantragen, den Wert der Marken „VBH Holding AG", „greenteQ" und „systeQ" zu ermitteln. Ob „VBH Holding AG" und die übrigen Bezeichnungen überhaupt als Marke eingetragen oder schutzfähig sind, kann dahingestellt bleiben. Sie 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 (wie hier LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11, Rn. 169 m.w.N.).

Für die vereinzelt beantragte Einholung eines Gutachtens zu nicht betriebsnotwendigem Vermögen bzw. Sonderwerten fehlt es bereits an der Nennung tatsächlicher Anknüpfungspunkte. Im Übrigen hat Wirtschaftsprüfer für die sachverständige Prüferin bei der Anhörung am 20. November 2018 glaubhaft bestätigt, dass weder nicht betriebsnotwendige Liquidität noch sonst nicht betriebsnotwendiges Vermögen vorhanden gewesen sei (Bl. 1004 d.A.).

VI. Berechnung des anteiligen Unternehmenswerts

Unter Berücksichtigung der vorstehend erörterten Zahlen ergibt sich zum Bewertungsstichtag ein anteiliger Unternehmenswert von **2,49 EUR** pro Aktie, wie mit Wirtschaftsprüfer im Termin am 20. November 2018 erörtert (Bl. 1002, 1003 d.A.). Dieser Betrag steht den abzufindenden Aktionären zu.

VII. Börsenkurs

1. Kapitalmarktorientierte Bewertung

Die Kammer hat bereits in einem anderen Verfahren (31 O 136/15 KfH SpruchG, Beschluss vom 03. April 2018 – in juris veröffentlicht) ausführlich begründet, dass zur Prüfung und Wahl der Bewertungsmethodik auch die tatrichterliche Beurteilung gehört, ob eine allein am Börsenkurs orientierte Abfindung im zu entscheidenden Einzelfall

angemessen ist (vgl. dazu BGH Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14 Rn. 33), und dass das auszuübende Schätzungsermessens nach § 287 Abs. 2 ZPO auch die Freiheit umfasst, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, juris Rn. 138 ff., 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, juris Rn. 67; OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35 ff., 52 ff.; im Grundsatz auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12 –, juris Rn. 24, einschränkend jedoch bei nicht aussagekräftigem, weil im entschiedenen Fall durch öffentliche Angebote verzerrtem Börsenkurs; a.A. LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11, juris Rn. 189 – Börsenkurs nur als Mindestbetrag der Abfindung, in einem Fall, in dem das Gericht den Börsenkurs für aussagekräftig hielt, vgl. Rn. 183 ff.).

Der Entscheidung zum Verfahren 31 O 136/15 KfH SpruchG liegt zugrunde, dass der für die Abfindungshöhe letztlich maßgebliche durchschnittliche Börsenkurs weit höher war als der nach der Ertragswertmethode errechnete Betrag. Die genannte Entscheidung, beruht letztlich auf der Anwendung der kapitalmarktorientierten Methode im konkreten Fall. Dort ist die Kammer ausführlich auf die Vorzüge dieser Methode eingegangen.

Bei Anwendung der kapitalmarktorientierten Bewertung kommt es auf den umsatzgewichteten Durchschnittskurs innerhalb eines des dreimonatigen Referenzzeitraums vor der Bekanntgabe der beabsichtigten Herbeiführung des Übertragungsbeschlusses (vgl. BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229 ff., „Stollwerck", Rn. 21, 22) an.

2. Schlussfolgerungen aus der Anwendung im vorliegenden Fall

Die langfristige Entwicklung des Börsenkurses zwischen 2006/2007 und dem 29. August 2016 zeigt exemplarisch für den Börsenplatz Berlin einen über Jahre andauernden, nur durch gelegentliche kurze Aufschwünge unterbrochenen Kursverfall der VBH-Aktie (vgl. Grafik in der Antragsschrift der Antragsteller Ziff. 13 bis 21, Bl. 86, 116 d.A.).

Einige Antragsteller stellen darauf ab, der letzte Börsenkurs habe 2,50 EUR pro Aktie betragen, das 52-Wochen-Hoch bei 2,633 EUR und das Allzeit-Hoch bei rund 24 EUR gelegen (u.a. Antragsteller Ziff. 31, 32, 35, Bl. 227, 237, 290; Ziff. 40, Bl. 333 d.A.). Andere Antragsteller verweisen auf den Kursverlauf bis Mitte September 2016 (so etwa Antragsteller Ziff. 46, 47 und 54, Bl. 401, 410, 432 d.A.). Die genannten Werte sind nach

den vorstehenden Ausführungen nicht maßgeblich. Der letzte Börsenkurs, der nach Bekanntgabe der Absicht zur Herbeiführung des Übertragungsbeschlusses zustande gekommen sein muss, liegt außerhalb des Referenzzeitraums und nach dem Bewertungsstichtag, dürfte v.a. von Abfindungsspekulationen getrieben gewesen sein und kann deshalb nicht maßgeblich sein. Dasselbe gilt für das Allzeithoch und die Kurse nach der Bekanntgabe der Absicht eines verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out".

Die Bewertungsgutachterin hat den hier relevanten, umsatzgewichteten Durchschnittskurs im maßgeblichen Referenzzeitraum mit **1,90 EUR** pro Aktie angegeben (BewGA Seite 63), die sachverständige Prüferin hat bei der BaFin einen Wert von **1,89 EUR** pro Aktie erfragt (PB Seite 47).

Die Bewertungsgutachterin stellt im vorliegenden Fall jedoch auf die Ertragswertmethode ab. Der nach dieser Methode errechnete Unternehmenswert ist in jedem Fall höher als der umsatzgewichtete Durchschnittskurs während des dreimonatigen Referenzzeitraums.

Bei Heranziehung der Kriterien des § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO, die regelmäßig zur Überprüfung herangezogen werden, ob der Börsenkurs ausreichend repräsentativ und deshalb bewertungsrelevant ist, liegt den Feststellungen der Bewertungsgutachterin zufolge (BewGA Seite 64), die von der sachverständigen Prüferin nicht beanstandet wurden (PB Seite 45 f.), keine „Marktenge" vor, d.h. der nach Maßgabe des Vorstehenden ermittelte dreimonatige Durchschnittskurs ist bewertungsrelevant. Wäre er höher als der nach der Ertragswertmethode berechnete anteilige Wert, so wäre er für die Abfindung maßgeblich. Das ist jedoch nicht der Fall.

Aus dem genannten Referenzkurs ergibt sich kein Anspruch auf eine höhere Abfindung der Minderheitsaktionäre.

Umgekehrt spricht der niedrigere Referenzkurs nicht gegen die Angemessenheit der Erhöhung des Abfindungsbetrag über den vom Mehrheitsaktionär angebotenen und von der Hauptversammlungsmehrheit im Übertragungsbeschluss beschlossenen Betrag von 2,36 EUR hinaus auf die bereits genannten 2,49 EUR. Denn am Kapitalmarkt waren im oben genannten Referenzzeitraum nicht alle bewertungsrelevanten Informationen bekannt. So waren etwa die aus dem Dezember 2015 stammende und für die Ertragswertberechnung grundlegende Planung ebenso wie die nach geändertem Zentrallagerkonzept geänderten Planzahlen vom 01. Juni 2016 nicht öffentlich bekannt, wie im Termin am 20. November 2018 erörtert (Bl. 976 d.A.).

Die Börsenkursentwicklung und der angegebene Referenzkurs bei 1,90 EUR verdeutlichen allerdings im Sinne einer Plausibilitätsbetrachtung auch, dass Abfindungsbeträge deutlich über den hier zugesprochenen 2,49 EUR unrealistisch wären und nicht angemessen sein können. Dass die VBH ein Sanierungsfall war und dass eine Investition in diese Aktie mit erheblichen prognostischen Unsicherheiten und Risiken verbunden war, konnte unabhängig von konkreten Kapitalmarktinformationen der VBH jeder interessierte und informierte Anleger in Erfahrung bringen. Die auf den Detailplanungszeitraum beschränkte Unternehmensplanung hat bei der Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren gegenüber dem „Terminal Value" ohnehin nur eine untergeordnete Bedeutung; dieselbe Überlegung sollten auch die Kapitalmarktteilnehmer bei der Veröffentlichung mittelfristiger Prognosen anstellen. Auch bei kapitalmarktorientierter Bewertung sind Einschätzungen der (Langfrist-)Anleger zur nachhaltigen, langfristigen Entwicklung der Gesellschaft von größerer Bedeutung, die im vorliegenden Fall jedenfalls nicht entscheidend von der Veröffentlichung oder Nichtveröffentlichung von Mittelfristplanungen des Vorstands abhängen konnten.

VIII. Sonstige Erwägungen

1. Keine Überprüfung der Tatbestandsvoraussetzungen des verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out"

Die Antragsteller Ziff. 22, 23, 30 und 33 scheinen in Frage zu stellen, ob die gesetzlichen Voraussetzungen für die Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" überhaupt vorliegen. Sie behaupten u.a. „fingierte Einbuchungsbestätigungen" und Ungereimtheiten im Zusammenhang mit dem Erwerb einer Beteiligung der Antragsgegnerin von mindestens 90% (Bl. 136, 160 ff., 201 ff., 247 ff.).

Die Frage, ob die gesetzlichen Voraussetzungen für die Durchführung eines verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" überhaupt vorlagen und auf dieser Grundlage ein rechtmäßiger Hauptversammlungsbeschluss über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre zustande gekommen ist, kann jedoch nicht Gegenstand der rechtlichen Überprüfung in einem Spruchverfahren sein. Im vorliegenden Verfahren kann es allein um die Höhe der angemessenen Abfindung gehen. Hinzu kommt, dass der Übertragungsbeschluss offensichtlich nicht angefochten und im Handelsregister eingetragen wurde. Eine etwaige Anfechtbarkeit, und sei sie auch gestützt auf die Behauptung einer im konkreten Einzelfall unzulässigen Umgehungsgestaltung einiger Aktionäre mit dem Ziel, das für einen „Squeeze Out" nach § 327a Abs. 1 AktG sonst

geltende Quorum von 95%, das hier nicht erreicht war, unterlaufen zu können, kann nunmehr nicht mehr geltend gemacht werden. Sie hätte wegen der durch die Handelsregistereintragung erreichten Rechtssicherheit auch keine Bewertungsrelevanz.

2. Vortrag zu „Vorerwerben" und übernahmerechtliche Erwägungen

Die Antragsteller Ziff. 22, 23, 30 und 33 machen geltend, hier hätten sich mehrere größere Minderheitsaktionäre zur „planmäßigen Durchführung eines Enteignungsdeals" zusammengefunden, mit der Möglichkeit, nach dessen Vollzug zum „wirklichen Wert" der VBH auszuscheiden und die „Beute" untereinander aufzuteilen (Bl. 136, 158, 200, 246 d.A.). An anderer Stelle behaupten sie, es habe „Abfindungszusagen" zugunsten derjenigen Aktionäre gegeben, die ihre Aktien an der VBH in die Antragsgegnerin einbrachten (Bl. 141, 163, 205, 251 d.A.).

Der Antragsteller Ziff. 41 verlangt die Offenlegung sämtlicher börslicher und außerbörslicher Erwerbe durch „den Großaktionär und/oder Konzernschwester oder Konzernobergesellschaften" seit Durchführung der Kapitalmaßnahmen im Jahr 2015 (Bl. 350 d.A.), die Antragsteller Ziff. 61, 62 und 63 verlangen die Offenlegung von „Vorerwerben" in den 24 Monaten vor der Strukturmaßnahme (Bl. 526, 533 d.A.) und der Antragsteller Ziff. 45 sogar die noch weitergehende Offenlegung von „Vorerwerben" in den letzten 5 Jahren vor dem Bewertungsstichtag (Bl. 397 d.A.). Der Antragsteller Ziff. 42 fordert ebenfalls die Offenlegung der von der Antragsgegnerin bezahlten Vorerwerbspreise (Bl. 355-1 d.A.).

a. Meinungsstand bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen

Es ist umstritten, ob und in welchen Fällen bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen bezahlte Vorerwerbspreise bei der Bewertung des Unternehmens bzw. der Aktien und bei der Bestimmung der angemessenen Abfindung zu berücksichtigen sind.

aa. Bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie etwa dem Abschluss von Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen oder beim „Squeeze Out" herrschte bislang die Auffassung vor, dass es hier im Gegensatz zur vom Gesetzgeber ausgeformten übernahmerechtlichen Situation (WpÜG) regelmäßig nur auf den anteiligen Unternehmenswert (i.d.R. nach dem Ertragswertverfahren berechnet) und den Börsenkurs, sofern repräsentativ, ankomme. Außerbörslich bezahlte (höhere) Vorerwerbspreise seien bei der Ermittlung der angemessenen Abfindung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen regelmäßig irrelevant (OLG Frankfurt, Beschluss

vom 24. November 2011 – 21 W 7/11 –, Rn. 30, juris für eine am durchschnittlichen Börsenkurs orientierte Abfindung bei einem „Squeeze Out"; LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 199, juris bei Übertragung nach § 62 Abs. 5 UmwG i.V.m. §§ 327a ff. AktG; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 191, juris).

Diese Auffassung wird damit begründet, dass die einschlägigen aktiengesetzlichen Normen – anders als § 4 WpÜGAngebV für das öffentliche Übernahmeangebot – keine wertunabhängige Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen vorsehen und dass die Berücksichtigung solcher außerbörslicher Vorerwerbspreise auch verfassungsrechtlich nicht geboten sei. Die Frage, ob ein gezahlter Vorerwerbspreis im Einzelfall einen Anhalt für den „wahren" Wert des Unternehmens bieten kann, wird entweder offengelassen (OLG Frankfurt, Beschluss vom 21. Dezember 2010 – 5 W 15/10 –, Rn. 95, juris unter Hinweis auf BT-Drs. 14/7034 S. 87) oder ausdrücklich verneint (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17. Dezember 2015 – I-26 W 22/14 (AktE) –, Rn. 58, juris: keine Aussage über den objektivierten Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag).

Das BVerfG hat in der „DAT/Altana"-Entscheidung, die die Beurteilung einer Abfindung nach Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrags betraf, ausgeführt, dass es „von Verfassungs wegen keinen Bedenken" begegne, „wenn von dem herrschenden Unternehmen tatsächlich gezahlte Preise für Aktien der abhängigen Gesellschaft bei der Bewertung des Anteilseigentums unberücksichtigt bleiben (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, Rn. 57, juris). Der Vermögensverlust, den der Minderheitsaktionär durch den Unternehmensvertrag oder die Eingliederung erleidet, stelle sich für ihn als Verlust des Verkehrswerts der Aktie dar. Dieser ist mit dem Börsenkurs der Aktie regelmäßig identisch. Ein existierender Börsenkurs dürfe deshalb bei der Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Demgegenüber seien etwa „Paketzuschläge" irrelevant, die der Mehrheitsaktionär bereit war oder ist, für Aktien zu bezahlen, die ihm zur Erlangung eines bestimmten Quorums noch fehlen. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre für Aktien der gemeinsamen Gesellschaft zu zahlen bereit ist, habe zu dem „wahren" Wert des Anteilseigentums in der Hand des Minderheitsaktionärs regelmäßig keine Beziehung. In ihm komme der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen kann. Auch zu dem Verkehrswert des Aktieneigentums hätten außerbörslich gezahlte Preise regelmäßig keine Beziehung. Der überhöhte Preis, den der Mehrheitsaktionär im Interesse des Erwerbs fehlender Aktien zur Erreichung eines

Quorums bezahlt, weil ihm sonst etwa die beabsichtigte Konzernierungsmaßnahme unmöglich wäre, sei nur „für den Mehrheitsaktionär bestimmend", habe aber „für Dritte keine Bedeutung". Aus Sicht des Minderheitsaktionärs sei der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte erhöhte Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf habe er aber verfassungsrechtlich keinen Anspruch (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, Rn. 58 ff., juris).

In der Literatur wird die Ablehnung einer Verpflichtung zur Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen oder Paketzuschlägen bei der Bestimmung der Abfindung nach aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen auch mit der weiteren These begründet, dass zwischen dem Preis einzelner Aktien oder auch für Aktienpakete einerseits und dem Wert des Gesellschaftsunternehmens andererseits kein unmittelbarer Zusammenhang bestehe (Koch, in Hüffer/Koch AktG 13. Aufl. 2018, § 305 Rn. 31).

bb. Das OLG Düsseldorf hat entschieden, dass im Falle eines 2010 beschlossenen „Squeeze Out" ein zum Bewertungsstichtag mehr als drei Jahre zurückliegendes, vom Mehrheitsaktionär schon damals unterbreitetes öffentliches Übernahmeangebot ungeeignet erscheine, den Verkehrswert widerzuspiegeln (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 17. Dezember 2015 – I-26 W 22/14 (AktE) –, Rn. 58, juris).

In dem vom BGH entschiedenen Fall der „Stollwerck AG" war einem nach Mehrheitserwerb unterbreiteten Pflichtangebot vom September 2002 (zu 295 EUR pro Aktie) im April 2003 ein „Squeeze Out"-Beschluss (§§ 327a ff. AktG) gefolgt, der eine Übertragung der Aktien an den Mehrheitsaktionär gegen Barabfindung in gleicher Höhe (295 EUR pro Aktie) vorsah. Zur Beendigung eines Beschlussmängelstreits hatte sich der Mehrheitsaktionär verpflichtet, Minderheitsaktionären, die innerhalb einer bestimmten Frist auf die Durchführung eines Spruchverfahrens verzichteten, eine Barabfindung von 395 EUR pro Aktie zu zahlen. Dem BGH lag der Fall insbesondere mit Blick auf die Bestimmung des Referenzzeitraums zur Ermittlung des durchschnittlichen Börsenkurses vor (BGH Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 1, 2, 3). Der BGH entschied in Abweichung zu seiner bisherigen Rechtsprechung, dass 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 sei. Was den beim Pflichtangebot offerierten Betrag anbelange, verwies der

BGH auf die einschlägigen Regelungen der §§ 4 Satz 1, 5 Abs. 1 WpÜGAngebV und führte in diesem Zusammenhang aus, dass die beim „Squeeze Out" zu zahlende angemessene Abfindung sich nicht an den Preisen orientieren müsse, die vom Antragsgegner anderen Aktionären gezahlt werden oder wurden. Die Höhe des zur Beendigung des Beschlussmängelstreits einzelnen Aktionären unterbreiteten Vergleichsangebots (395 EUR pro Aktie) habe keine Auswirkungen auf die im Spruchverfahren zuzumessende Abfindung. Auf eine Gleichstellung der Antragsteller des Spruchverfahrens mit denjenigen Aktionären, denen der Mehrheitsaktionär im Wege des Vergleichs 395 EUR pro Aktie bei Verzicht auf Einleitung eines Spruchverfahrens versprochen habe, bestehe kein Anspruch, denn dieses Angebot habe unter der Bedingung gestanden, kein Spruchverfahren einzuleiten, und betreffe die Antragsteller des Spruchverfahrens somit nicht. Die Antragsteller des Spruchverfahrens hätten keinen Anspruch darauf, ebenfalls in den Genuss etwaiger ungerechtfertigter Sondervorteile zu kommen, selbst wenn das Vergleichsangebot solche Sondervorteile zugunsten der Adressaten enthalten sollte (BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229-242, Rn. 31, 32).

cc. Demgegenüber vertreten Teile der Rechtsprechung und Literatur die Ansicht, Vorerwerbspreise seien auch bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte "Kontrollprämie" Teil des Unternehmenswertes sei oder weil auch sie einen Marktpreis reflektierten.

So hat das LG Köln in einem Spruchverfahren nach „Delisting" ausgeführt, dass ein Paketzuschlag, der für die Erlangung der Unternehmenskontrolle gezahlt wird, zwangsläufig auf das Unternehmen bezogen sei und zwar möglicherweise nicht bei der „anteilsbezogenen Betrachtungsweise" und dem Verkehrswert der einzelnen Aktie als Preis, den der Aktionär am Kapitalmarkt erzielen könne, wohl aber bei der Ermittlung des Verkehrswerts des gesamten Unternehmens berücksichtigt werden solle. Auch ein Verkehrswertgutachten eines Sachverständigen nach IDW S1 liefere keinen „besseren Verkehrswert". Tatsächlich bezahlte Marktpreise bildeten den Verkehrswert unter üblichen Marktbedingungen zutreffend ab und hätten gegenüber mit zahlreichen fiktiven Annahmen arbeitenden und in der Prognose höchst fraglichen Sachverständigengutachten Vorrang (LG Köln, Beschluss vom 24. Juli 2009 – 82 O 10/08 –, Rn. 192 ff., juris).

Auch das LG Hannover hat sich bei der Prüfung und Festsetzung der Abfindung in einem Spruchverfahren nach einem „Delisting" (Widerruf der Börsenzulassung zum Handel im amtlichen Markt auf Antrag der Gesellschaft, im konkreten Fall im Juli 2006) bei der Ermittlung des Unternehmenswerts an den Beträgen orientiert, die die Mehrheitsaktionärin aufgrund eines öffentlichen Übernahmeangebots den Stamm- und Vorzugsaktionären im Januar 2005 angeboten hatte. Das Gericht hat dabei die proportionale Mengenverteilung der Aktiengattungen berücksichtigt, den für jede angebotene Aktiengattung offerierten Preis mit der Gesamtzahl der ausgegebenen Aktien pro Gattung multipliziert, die Werte addiert und die Summe wieder durch die Gesamtzahl aller ausgegebenen Aktien (unabhängig von der Gattung) dividiert, ohne Rücksicht darauf, dass der Mehrheitsaktionärin bei dem Übernahmeangebot tatsächlich viel weniger Aktien angeboten worden waren und sie bereits zuvor weitere Vorerwerbe getätigt hatte (LG Hannover, Beschluss vom 27. April 2011 – 23 AktE 130/06, juris Rn. 1, 2, 4, 117, 118, 137, 142).

Das LG Frankfurt hatte in einem Spruchverfahren zu entscheiden, in dem es um die Bestimmung der Abfindung nach „Squeeze Out" (öffentliche Ankündigung im Juli 2012, Bewertungsstichtag im Dezember 2012) bei vorausgegangenem freiwilligem öffentlichem Übernahmeangebot (veröffentlicht im November 2010) ging. Zwar spielte der rund 2 Jahre vor dem „Squeeze Out" angebotene Übernahmepreis letztlich keine Rolle, weil der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs im Dreimonatszeitraum vor der öffentlichen Ankündigung höher war. Die Mehrheitsaktionärin hatte aber rund einen Monat vor der Veröffentlichung des Verlangens zum Ausschluss der Minderheitsaktionäre von verschiedenen Verkäufern nennenswerte Stückzahlen zu einem höheren Preis erworben, als sie den Minderheitsaktionären dann beim „Squeeze Out" anbot. Das LG Frankfurt hat hervorgehoben, dass allen Gerichtsentscheidungen, in denen es abgelehnt wird, auf Vorerwerbe abzustellen, gemeinsam ist, dass nur eine Verpflichtung zur Orientierung an diesen Vorerwerbspreisen als Mindestabfindungshöhe abgelehnt wurde, dass es aber nicht ausgeschlossen sei, dass sich die angemessene Abfindung im Einzelfall daran orientieren kann. Das LG Frankfurt sprach den durch „Squeeze Out" ausgeschlossenen Minderheitsaktionären in diesem Fall eine Abfindung in Höhe des höheren Vorerwerbspreises zu (LG Frankfurt, Beschluss vom 25. November 2014 – 3/5 O 43/13 – , Rn. 3, 5, 7, 83, juris).

Unter Verweis auf die soeben erwähnte Entscheidung des LG Frankfurt hält es Koch (in Hüffer/Koch a.a.O. § 305 Rn. 31) für zulässig, Vorerwerbspreise in Einzelfällen in richterliche Schätzung nach § 287 ZPO einfließen zu lassen.

Emmerich (in Emmerich/Habersack Aktien-/GmbH-KonzernR a.a.O., § 305 AktG Rn. 40) geht noch einen Schritt weiter. Er sieht in der Bevorzugung des regelmäßig im Wege des Ertragswertverfahrens unter Berücksichtigung von Börsenkursen ermittelten Grenzpreises und in der Ablehnung einer Beteiligung der außenstehenden Aktionäre an außerbörslich bezahlten Paketzuschlägen einen „klaren Verstoß gegen die Wertungen des § 738 BGB“ und des § 31 Abs. 6 WpÜG. § 738 Abs. 2 BGB bestimmt für die Auseinandersetzung einer BGB-Gesellschaft, dass der Wert des Gesellschaftsvermögens soweit erforderlich im Wege der Schätzung zu ermitteln ist. Emmerich plädiert für die Übertragung der übernahmerechtlichen Wertung des § 31 Abs. 6 WpÜG auf die Beurteilung einer Abfindung nach § 305 Abs. 1 AktG wegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Zur Begründung verweist er darauf, dass Börsenkurse (deren Berücksichtigung im Falle von Strukturmaßnahmen mittlerweile außer Frage steht, solange es sich um „aussagekräftige“ bzw. „repräsentative“ Börsenkurse handelt) nicht die einzigen „Marktpreise“ sind, an denen der Wert eines Unternehmens abgelesen werden kann. Einzelne Aktien und ganze „Aktienpakete“ können ebenso wie Unternehmen selbst an vielen Märkten gehandelt werden. Soweit solche Preise ermittelt werden können, müssen sie nach Auffassung von Emmerich gleichfalls bei der Bewertung von Unternehmen berücksichtigt werden.

Auch Schüppen/Tretter (in Frankfurter Kommentar WpÜG, § 327b AktG Rn. 16) plädieren für eine Einbeziehung von Vorerwerbs- bzw. Paketpreisen mindestens im Rahmen der Plausibilisierung des Ergebnisses des Ertragswertverfahrens und verweisen darauf, dass in der Bewertungspraxis die nach dem Ertragswertverfahren oder dem DCF-Verfahren ermittelten Unternehmenswerte regelmäßig auf der Grundlage von Marktdaten plausibilisiert werden.

dd. Verfassungsrechtliche Gesichtspunkte stehen einer fachgerichtlichen Berücksichtigung bei außerbörslichen Aktienerwerben vereinbarter „Vorerwerbspreise“ oder im Rahmen von Übernahmeangeboten angebotener Gegenleistungen bei der Angemessenheitsprüfung nicht entgegen.

Aus der Rechtsprechung des BVerfG ergibt sich lediglich, dass ein von einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme betroffener Aktionär verfassungsrechtlich keinen

Anspruch darauf habe, eine Abfindung in Höhe außerbörslich bezahlter erhöhter Preise zu bekommen, weil er diesen erhöhten Preis nur hätte erzielen können, wenn es ihm gelungen wäre, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94 –, Rn. 58 ff.). Diese verfassungsrechtliche Beurteilung schließt es nicht aus, dass die Zivilgerichte im Rahmen der Anwendung einfachgesetzlicher Normen derartige außerbörslich bezahlte höhere Preise im Einzelfall im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 1 ZPO bei der Prüfung der Angemessenheit der Abfindung berücksichtigen (wie hier Koch in Hüffer/Koch a.a.O. § 305 Rn. 31; vgl. auch LG Köln, Beschluss vom 24. Juli 2009 – 82 O 10/08 –, Rn. 192 ff., juris; LG Frankfurt, Beschluss vom 25. November 2014 – 3/5 O 43/13 –, Rn. 83, juris). Hiervon haben, wie dargestellt, auch in der Vergangenheit Gerichte in Spruchverfahren bereits Gebrauch gemacht, gerade auch in Bezug auf dem abfindungsrelevanten Vorgang vorausgegangene öffentliche Übernahmeangebote und in Abgrenzung zum niedrigeren mithilfe der Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert (LG Hannover, Beschluss vom 27. April 2011 – 23 AktG 130/06 Rn. 122 ff., 126 ff., 136 ff.).

b. Positionierung der 31. KfH im Verfahren 31 O 1/15 KfH SpruchG

Aufgrund der (übernahmerechtlichen) Besonderheiten des Einzelfalls hat die Kammer im Verfahren 31 O 1/15 KfH SpruchG im Beschluss vom 17. September 2018 eine Heranziehung von Vorerwerbspreisen im Wege der Schätzung gem. § 287 ZPO bejaht. Dort ging es um die Angemessenheitsprüfung nach einem „Squeeze Out", dem jedoch zwei Öffentliche Übernahmeangebote des Hauptaktionärs an alle außenstehenden Aktionäre (zu einem zu niedrigen, nicht den Vorgaben des WpÜG entsprechenden Angebotspreises) zeitlich unmittelbar vorausgegangen war. Die Kammer hat in dem Beschluss betont, dass im Unterschied zu typischen börslichen oder außerbörslichen „Vorerwerben", bei denen der Minderheitsaktionär keinen Anspruch hat, seine Aktien zum selben Preis dem Mehrheitsaktionär anzudienen, im entschiedenen Fall durch das Vorliegen übernahmerechtlich annahmefähiger Vertragsangebote jeder Aktionär im Vorfeld des „Squeeze Out" die Möglichkeit hatte, seine Aktien dem Mehrheitsaktionär zum übernahmerechtlichen Angebotspreis anzudienen.

c. Irrelevanz von Vorerwerbspreisen im vorliegenden Fall

Aufgrund des Vortrags einiger Antragsteller und der Erwiderung der Antragsgegnerin (Bl. 707 f. d.A.) steht im Raum, dass die hinter der steckenden Aktionäre für bestimmte Aktien, die sie kurz vor dem verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" in die

eingebracht haben, einen Preis bezahlt haben, der die für den „Squeeze Out" festgelegte Abfindung überstieg, oder dass im Zuge der vertraglichen Abreden zur Einbringung der Aktienpakete in die deren Gesellschafter Ausscheidensregelungen zugunsten der einbringenden Aktionäre getroffen haben, die für diese zu höheren Abfindungsbeträgen führten als für die außenstehenden Minderheitsaktionäre im Rahmen des „Squeeze Out". Derartige höhere von den einbringenden Aktionären oder von der bezahlte Preise für bestimmte Pakete sind jedoch kein Maßstab für die Angemessenheitsprüfung im vorliegenden Fall. Denn es handelt sich um Erwerbspreise oder Gegenleistungen, zu deren Begleichung die einbringenden Aktionäre bzw. die nur bereit war, um das für den verschmelzungsrechtlichen „Squeeze Out" erforderliche Quorum von 90% des Grundkapitals (§ 62 Abs. 1 UmwG) zu erreichen. Derartige Preise sind wie Paketpreise kein Indiz dafür, dass er auch dem objektiven „wahren" Wert der übrigen Aktien entspricht.

Eine andere Wertung wäre dann vorstellbar, wenn man davon ausgehen müsste, dass die einbringenden Aktionäre oder die im Zuge der Einbringung der VBH-Aktien verpflichtet gewesen wären, den außenstehenden Aktionären ein Pflichtangebot gemäß §§ 35 Abs. 1, 10 WpÜG zu unterbreiten. Immerhin löst die Erlangung der Kontrolle über eine Zielgesellschaft (hier: die VBH) gemäß § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG die Verpflichtung zur unverzüglichen Veröffentlichung eines Pflichtangebots aus. Von einer Kontrollerlangung ist gemäß § 29 Abs. 2 WpÜG bereits beim Erwerb von mindestens 30 Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft durch den Bieter auszugehen, und im Falle eines „abgestimmten Verhaltens" in Bezug auf die Zielgesellschaft („Acting in Concert") werden den daran beteiligten Aktionären gemäß § 30 Abs. 2 WpÜG die Stimmrechte gegenseitig zugerechnet. Dass mit Unterzeichnung der (unter A. I. erwähnten) Gesellschaftervereinbarung vom 17. Mai 2016 der Tatbestand des „abgestimmten Verhaltens" in Bezug auf die VBH erfüllt war, liegt auf der Hand, was für eine Kontrollerlangung im übernahmerechtlichen Sinne durch die einbringenden Aktionäre sprechen könnte. Unabhängig davon erwarb die spätestens mit der dinglichen Einbringung der VBH-Aktien am 06. Juni 2016 die Kontrolle über die VBH.

Sofern eine Verpflichtung der Antragsgegnerin zur (unterbliebenen) Veröffentlichung eines Öffentlichen Übernahmeangebots bestanden hätte und sie dieser Verpflichtung nachgekommen wäre, wären gemäß § 31 Abs. 1 Satz 2 WpÜG bei der Bestimmung der übernahmerechtlich angemessenen Gegenleistung grundsätzlich der durchschnittliche Börsenkurs der Aktien der Zielgesellschaft und Erwerbe von Aktien der Zielgesellschaft durch den Bieter, mit ihm gemeinsam handelnder Personen oder deren

Tochterunternehmen zu berücksichtigen gewesen. Nach § 4 Satz 1 WpÜG-AngebVO hätte die Gegenleistung mindestens dem Wert der höchsten vom Bieter, einer mit ihm gemeinsam handelnden Person oder deren Tochterunternehmen gewährten oder vereinbarten Gegenleistung für den Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft innerhalb der letzten sechs Monate vor der Veröffentlichung nach § 14 Abs. 2 Satz 1 oder § 35 Abs. 2 Satz 1 WpÜG entsprechen müssen.

Gleichwohl bedarf es im vorliegenden Fall keiner gerichtlichen Ermittlungen zur höchsten von der oder von den einbringenden Aktionären innerhalb der genannten 6-Monats-Frist bezahlten Gegenleistung für VBH-Aktien. Denn der BGH hat bereits 2013 entschieden, dass die Aktionäre der Zielgesellschaft keine Ansprüche gegen einen Erwerber der Kontrolle im Sinne des WpÜG haben, wenn dieser es unterlässt, ein Pflichtangebot nach § 35 Abs. 2 WpÜG zu veröffentlichen (BGH, Urteil vom 11. Juni 2013 - II ZR 80/12, ZIP 2013, 1565 Rn. 9 ff. – „BKN"). Die Unterlassung eines unter den Voraussetzungen des § 35 Abs. 2 WpÜG obligatorischen öffentlichen Übernahmeangebots („Pflichtangebot") führt auch nicht dazu, dass die Aktionäre gemäß § 823 Abs. 2 BGB Anspruch darauf hätten, dass der Erwerber der Kontrolle ihre Aktien zu dem Preis übernehmen müsste, der hätte geboten werden müssen, als die Voraussetzungen für ein Pflichtangebot erfüllt waren. In der Entscheidung von 2014 hat der BGH zudem klargestellt, dass solche Fälle (eines unterbliebenen Pflichtangebots) nicht vergleichbar sind mit der Konstellation, in der (wie im von der Kammer entschiedenen Fall 31 O 1/15 KfH SpruchG) zwar ein Übernahmeangebot unterbreitet wurde, jedoch die angebotene Gegenleistung nach dem Maßstab des WpÜG und der WpÜG-AngebVO unangemessen niedrig war (BGH, Urteil vom 29. Juli 2014 – II ZR 353/12 –, BGHZ 202, 180-202, Rn. 19, 27 unter Hinweis auf die „BKN"-Entscheidung; vgl. zu dieser Konstellation BGH vom 07. November 2017 – II ZR 37/16).

Die Berücksichtigung außerbörslich bezahlter Vorerwerbspreise für Aktienpakete zum Gesamterwerb einer Mehrheit von 90% + einer Aktie durch die ist daher hier nicht geboten.

3. Irrelevanz von Investitionsschutzabkommen

Vereinzelt behaupten Antragsteller, die Abfindung verstoße gegen die von der Bundesrepublik mit zahlreichen Staaten abgeschlossenen Investitionsschutzabkommen (vgl. etwa Antragsteller Ziff. 54 – Bl. 440 d.A.).

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

IX. Ergebnis für die Angemessenheit der Abfindung

Die von der Hauptversammlung mehrheitlich beschlossene Abfindung von 2,36 EUR pro Aktie ist auf den angemessenen Betrag von 2,49 EUR zu erhöhen.

Jedenfalls aufgrund der Umstände des Einzelfalls kommt ein Absehen von der Erhöhung wegen „Geringfügigkeit" nicht in Betracht. Denn die Erhöhung beruht letztlich sowohl auf der Einbeziehung der anteiligen Zahlen der türkischen Tochtergesellschaft (so dass es entgegen der von der Bewertungsgutachterin in der Stichtagserklärung vertretenen Auffassung nicht zu einem „kompensatorischen Effekt" kommen konnte) als auch auf der Anpassung des Basiszinssatzes. Ein Absehen von der Erhöhung hieße, den von der Kammer nicht für richtig gehaltenen „kompensatorischen Effekt" der lediglich beabsichtigten, aber nicht durchgeführten Veräußerung der Beteiligung doch zu Lasten der Minderheitsaktionäre anzunehmen.

Aufgrund der Umstände des Einzelfalls bedarf es daher hier keiner generellen Entscheidung, unter welchen Voraussetzungen eine eigentlich gebotene Erhöhung im Spruchverfahren unter eine „Geringfügigkeitsschwelle" fallen könnte (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, Rn. 130, juris: jedenfalls nicht, wenn der im Spruchverfahren für angemessen gehaltene Betrag vom angebotenen Abfindungsbetrag um mehr als 10% abweicht). Überdies hat das OLG Stuttgart in einem 2006 entschiedenen Fall im Spruchverfahren eine um 1,7% (nominal 0,09 EUR) höhere Abfindung zugesprochen, nachdem die Anträge der Minderheitsaktionäre erstinstanzlich zurückgewiesen worden waren, wobei die Erhöhung wie im vorliegend zu entscheidenden Fall auf einem gegenüber dem Bewertungsgutachten geschätzt niedrigeren Kapitalisierungszinssatz beruhte (OLG Stuttgart, Beschluss vom 26. Oktober 2006 – 20 W 14/05 –, Rn. 32 ff., 35, 68 juris). Der vorliegende Fall erscheint jedenfalls nicht

vergleichbar mit Konstellationen, in denen die Rechtsprechung von der Festsetzung einer geringfügig höheren Abfindung abgesehen hat (OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2016 – 21 W 36/15 –, Rn. 28, juris bei Abfindung 19,75 EUR, Schätzung 19,85 EUR, also Abweichung 0,5%; vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2015 – 21 W 26/13 –, Rn. 81, juris: einzelfallabhängig bei Abweichung von nur 1 - 2 % aufgrund unterschiedlicher Rundungen). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung von 2017 ausgeführt, dass Abweichungen, die oberhalb von etwa 5 % liegen, in der Regel von den Minderheitsaktionären nicht mehr hinzunehmen seien (OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 150, juris). Die im vorliegenden Fall zugesprochene Erhöhung liegt bei 5,51%.

Der Anspruch auf Verzinsung der Abfindung ab dem Ablauf des Tages, an dem die Eintragung der Verschmelzung in das Handelsregister bekannt gemacht wurde, ergibt sich aus § 62 Abs. 5 Satz 7, 8 UmwG i.V.m. § 327b Abs. 2 AktG. Auf den Tag der Bekanntmachung des Übertragungsbeschlusses kann wegen der Besonderheiten des verschmelzungsrechtlichen Squeeze-Outs nicht abgestellt werden (Wirksamwerden des Übertragungsbeschlusses erst mit Eintragung der Verschmelzung, vgl. dazu Marsch-Barner in: Kallmeyer, UmwG, 6. Aufl. 2017, § 62 UmwG, Rn. 46).

D. Verfahrensanträge, Nebenentscheidungen

I. Verfahrensanträge

Soweit einige Antragsteller die Anordnung der Vorlage weiterer Unterlagen (wie etwa von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer aus Bewertungsarbeiten) gefordert haben, setzt eine solche Anordnung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG die hier nicht gegebene Entscheidungserheblichkeit der entsprechenden Unterlagen voraus. Hinzu kommt, dass wegen § 51b Abs. 4 WPO noch nicht einmal die Antragsgegnerin als Auftraggeberin gegenüber den beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften einen durchsetzbaren Anspruch auf Vorlage ihrer internen, für Bewertungs- bzw. Prüfungszwecke angefertigten Arbeitspapiere hat (wie hier LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 181, juris; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 10. Januar 2006 – 12 W 136/04 –, Rn. 27, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07. Mai 2008 – I-26 W 16/06 AktE –, Rn. 22, juris unter Hinweis auf einen Beschluss vom 20. Oktober 2005 – 19 W 11/04 AktE).

Mehrere Antragsteller (u.a. Ziff. 4 bis 7, Bl. 38 d.A.) fordern Einblick in das bereits unter A. I. 1. erwähnte Sanierungsgutachten. Eine Vorlagepflicht lässt sich jedoch mit § 7 Abs. 7 SpruchG nicht begründen. Zwar wird auf das Sanierungsgutachten im Prüfungsbericht (PB Seite 23) Bezug genommen, der wiederum zu den in § 323c Abs. 3 AktG aufgeführten, in der beschlussfassenden Hauptversammlung vorlagepflichtigen Unterlagen gehört, und nach Auffassung des LG Hannover soll sich der Anspruch auf Vorlage von Dokumenten im Spruchverfahren gem. § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG auf sämtliche Dokumente erstrecken, die in den § 323c Abs. 3 AktG aufgeführten Unterlagen auch nur erwähnt werden (so LG Hannover, Beschluss vom 01. Dezember 2010 – 23 AktE 24/09 –, Rn. 5, juris). Es erscheint zweifelhaft, kann jedoch für den vorliegenden Fall dahingestellt bleiben, ob dieser Auffassung uneingeschränkt zu folgen ist. Denn jedenfalls könnte die Vorlage des Sanierungsgutachtens nach § 7 Abs. 7 SpruchG nur dann angeordnet werden, wenn das Gutachten entscheidungserheblich wäre. Das ist aber nicht der Fall. Die Darstellung im Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin (insbesondere PB Seite 23 f.) lässt erkennen, dass der Inhalt des Sanierungsgutachtens und die sich aus der Sanierung ergebenden Verpflichtungen bei der Bewertung und Angemessenheitsprüfung berücksichtigt wurden. Es ist nicht ersichtlich, dass der weitergehende Inhalt des Sanierungsgutachtens für die Beurteilung der Plausibilität der Planzahlen, die der Bewertung zugrunde gelegt wurden, entscheidend wäre. Das Gericht benötigt das Sanierungsgutachten nicht für seine Entscheidung. Jedenfalls ohne nachvollziehbare Begründung, weshalb die jeweiligen Unterlagen entscheidungserheblich sein sollen, besteht kein allgemeiner Anspruch der Verfahrensbeteiligten eines Spruchverfahrens auf Offenlegung von Unternehmensunterlagen (wie hier LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 181, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07. Mai 2008 – I-26 W 16/06 AktE –, Rn. 22, juris unter Hinweis auf einen Beschluss vom 20. Oktober 2005 – 19 W 11/04 AktE ;vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 14. Oktober 2010 – 20 W 16/06 – , Rn. 429, 432, 445 juris).

Soweit einige Antragstellern offenbar aufgrund der Tatsache oder des Inhalts des zwischen der sachverständigen Prüferin und der Antragsgegnerin geschlossenen Vertrages (privatrechtliches Auftragsverhältnis) eine vollständige Neubewertung der VBH zum Bewertungsstichtag für geboten halten, wird auf die Erörterung zur Frage der Neutralität der sachverständigen Prüferin unter C. I. 2. verwiesen.

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

II. Kostenentscheidung, Geschäftswertfestsetzung, Beschwerdemöglichkeit

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

§ 23 Nr. 14 GNotKG geht im Grundsatz davon aus, dass im Spruchverfahren die Antragsgegnerin Schuldnerin der Gerichtskosten ist. Diese können nach § 15 Abs. 1 SpruchG ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Bloßes Unterliegen genügt, anders als bei § 91 ZPO, nicht, um unter Billigkeitsgesichtspunkten eine Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der Gerichtskosten und der Kosten der Antragsgegnerin zu begründen. Die Gerichtskosten können den Antragstellern in Spruchverfahren unter Billigkeitserwägungen bei offensichtlicher Unzulässigkeit oder Unbegründetheit oder bei Rechtsmissbräuchlichkeit auferlegt werden (vgl. BGH, Beschluss vom 13. Dezember 2011 – II ZB 12/11 Rn. 22 ff.: offensichtliche Unzulässigkeit bejaht bei unzureichender, den Mindestanforderungen nicht genügender Antragsbegründung; Koch, in Hüffer/Koch, AktG 13. Aufl. 2018, § 15 SpruchG Rn. 4; Hörtnagl, in Schmitt/Hörtnagl/Stratz, UmwG/UmwStG Kommentar 8. Aufl. 2018, § 15 Rn. 13 m.w.N.). Die Anträge der Antragsteller Ziff. 1, 55 und 56 sind offensichtlich unzulässig (vgl. oben B. III. 1.). Da die Gesamtzahl der von allen Antragstellern bis zur Übertragung gehaltenen Aktien nicht bekannt ist und der Anteil der von den Antragstellern Ziff. 1, 55 und 56 gehaltenen Aktien daher nicht bestimmt werden kann, kann nur eine an der Gesamtzahl der Antragsteller orientierte Kostenquote bestimmt werden. Bezogen auf den im Innenverhältnis von den Antragstellern Ziff. 1, 55

und 56 zu tragenden Anteil der Gerichtskosten haftet auch die Antragsgegnerin als Gesamtschuldnerin. Das ergibt sich aus §§ 23 Nr. 14, 32 GNotKG (Wilsch, in Korintenberg, Gerichts- und Notarkostengesetz, 20. Aufl. 2017, § 23 Rn. 13).

Gemäß § 15 Abs. 2 SpruchG in der seit 2013 geltenden Fassung kann das Gericht anordnen, dass der Antragsgegner des Spruchverfahrens die notwendigen Kosten der Antragsteller trägt, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Werden die Anträge der Antragsteller zurückgewiesen, so ist kein Raum für die Anwendung der Norm (Drescher, in Spindler/Stilz, a.a.O. § 15 SpruchG Rn. 24). Deshalb haben im vorliegenden Fall diejenigen Antragsteller, deren Anträge unzulässig sind, ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen, während die übrigen, in Bezug auf die Höhe der Abfindung erfolgreichen Antragsteller ihre zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendigen Auslagen von der Antragsgegnerin ersetzt bekommen. Denn ihre zulässigen Anträge hatten in Bezug auf die (erhöhte) Abfindung Erfolg.

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

2. Zulassung der Beschwerde

Nach § 12 Abs. 1 Satz 1 SpruchG findet gegen die vorliegende Entscheidung die Beschwerde statt. Spruchverfahren sind vermögensrechtliche Streitigkeiten i.S.d. § 61 FamFG, der gemäß § 17 SpruchG insoweit Anwendung findet. Weil das SpruchG selbst keine Regelung über die Beschwer enthält, gilt grundsätzlich § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, wonach der Wert des Beschwerdegegenstandes 600 EUR übersteigen muss (LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13, Rn. 79; zur Zusammenrechnung BGH, Beschluss vom 18. September 2018 – II ZB 15/17, Rn. 24).

Die Kammer kann die Beschwerde unabhängig vom Wert der Beschwer zulassen, wenn das Verfahren eine über den entschiedenen Einzelfall hinausgehende grundsätzliche Bedeutung hat oder Rechtsfragen betrifft, bei denen die Fortbildung des Rechts eine Entscheidung des Beschwerdegerichts erfordert. Hinter der Frage der Einbeziehung der anteiligen Erträge aus der Beteiligung an der türkischen Tochtergesellschaft im vorliegenden Fall steht die Grundsatzfrage, ob und unter welchen Voraussetzungen es das Stichtagsprinzip zulässt oder gar gebietet, bei der Unternehmensbewertung allein die Absicht der Veräußerung eines Unternehmensteils und die Durchführung von

Verkaufsverhandlungen ohne Vorliegen eines unterschriftsreifen Vertrages am Bewertungsstichtag genügen zu lassen, um anteilige Mittelzuflüsse aus den zu kapitalisierenden Erträgen zu Lasten der abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre zu neutralisieren, wenn es weder vor noch nach dem Bewertungsstichtag zu einer tatsächlichen Veräußerung kommt. Mit Blick auf diese Grundsatzfrage lässt die Kammer die Beschwerde unabhängig vom Wert des Beschwerdegegenstandes zu.

3. Geschäftswert für die Gerichtsgebühren

Der Geschäftswert für die Gerichtsgebühren ist von Amts wegen durch Beschluss festzusetzen (§ 79 Abs. 1 GNotKG). Ausgehend von der Gesamtzahl ausgegebener Aktien, ist die vorliegende Entscheidung nach Abzug der von den Paketaktionären vor dem Übertragungsbeschluss auf die Antragsgegnerin übertragenen Aktien für insgesamt 2.659.008 Aktien von Bedeutung. Multipliziert mit der Erhöhung der Abfindung von 2,36 EUR um 0,13 EUR auf 2,49 EUR pro Aktie, ergibt sich der festgesetzte Geschäftswert von 345.671,05 EUR. Der gesetzliche Mindestwert von 200.000 EUR ist überschritten, der festgesetzte Wert bleibt jedoch deutlich unter dem gesetzlichen Höchstwert (§ 74 GNotKG).

Rechtsbehelfsbelehrung

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

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

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