

Landgericht München I

Az. 5HK 4268/17



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter nach mündlicher Verhandlung vom 22.2.2018 am 29.6.2018 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 3,20 je Namensstückaktie der MWG Biotech AG werden zurückgewiesen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,-- festgesetzt.



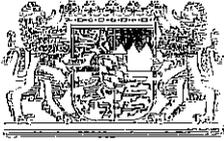
Gründe:

A.

1. a. Die Hauptversammlung der MWG Biotech AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) vom 10.1.2011 hatte einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Antragsgegnerin zugestimmt, der eine Barabfindung in Höhe von € 2,20 je Aktie und eine jährliche Ausgleichszahlung von € 0,09 brutto je Aktie vorsah. Mit nicht rechtskräftigem Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 4736/11 wies das Landgericht München die im Rahmen eines Spruchverfahrens gestellten Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung und eines angemessenen Ausgleichs zurück.

Eine weitere Hauptversammlung der MWG Biotech AG fasste am 13.12.2016 auf Verlangen der Antragsgegnerin den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 3,20 auf die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zu übertragen, nachdem diese 12.806.724 der insgesamt 13.308.468 auf den Namen lautenden Stückaktien hielt.

Der Geschäftsgegenstand der seit einem im August 2009 vollzogenen Delisting nicht mehr börsennotierten, über ein Grundkapital von € 13.308.468,- verfügenden MWG Biotech AG liegt ausweislich von § 2 Ziff. 1 der Satzung (Anlage AG 1) in der Leitung einer Gruppe von Unternehmen, die in der Herstellung, der Analyse und dem Vertrieb von Biomolekülen sowie der Entwicklung, der Herstellung und dem Vertrieb von Geräten für die Molekularbiologie tätig sind. Die Gesellschaft kann aufgrund von § 2 Ziffer 2 der Satzung auf den genannten Gebieten auch selbst tätig werden und ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet erscheinen, dem Gegenstand des Unternehmens zu dienen und zu diesem Zweck auch andere Unternehmen gründen, erwerben oder sich

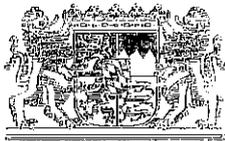


mehrheitlich an ihnen beteiligen. Demgemäß nimmt die Gesellschaft ihren Geschäftsbetrieb im Wesentlichen über zwei 100 %-ige Tochtergesellschaften war. Die Produktion von synthetischen Oligonukleotiden (DNA/RNA) übernahm seit ihrer Gründung im Jahr 2006

während der Vertrieb dieser Produkte über die
erfolgt. Diese Gesellschaft vermarktet zum an-
deren die von der | – einer zum | -
gehörenden Gesellschaft – erbrachten Dienstleistungen im Bereich der Gensequenzierung. Neben einer Kostenerstattung behält die auf der Grundlage eines Kommissionsagenturvertrages tätig werdende eine Vergütung in Höhe von 1,25 % der erzielten Umsatzerlöse. Beide operativ tätigen Tochtergesellschaften sind mit der MWG Biotech über einen Gewinnabführungsvertrag verbunden.

- b. Im Vorfeld des Beschlusses der Hauptversammlung vom 13.12.2006 erstattete

eine von der Antragsgegnerin in Auftrag gegebene gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert und zur angemessenen Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 AktG zum Stichtag der Hauptversammlung (Anlage AG 2), wobei zu diesem Zweck die Ertragswertmethode angewandt wurde. Die Bewertungsgutachter von gingen dabei entsprechend der gesellschaftseigenen Planungsrechnung zunächst von dem Forecast 2016 auf Basis der Ist-Zahlen bis Juli 2016 und einer dann die Jahre bis 2025 einschließlich umfassenden Detailplanungsphase aus. Das operative Ergebnis der Gesellschaft von € 1,63 Mio. im Jahr 2016 sollte danach in den weiteren Jahren bis 2025 mit Ergebnissen zwischen € 1,402 Mio. und € 1,012 Mio. im Jahr 2025 nie mehr erreicht werden. Infolge von vorgenommenen Anpassungen in den Jahren 2017 bis 2025 kam es zu EBIT-Werten zwischen € 1,419 Mio. im Jahr 2019 und von € 963.000,-- im Jahr 2025. Im Zeitraum der Ewigen Rente gingen die Bewertungsgutachter von einem EBIT von € 1,008 Mio. aus. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse,



die insbesondere noch das Zinsergebnis, Steuern sowie den Finanzbedarf berücksichtigten, setzten die Bewertungsgutachter einen Basiszinssatz von 0,6 % vor Steuern an, der sich ausweislich der Stichtagserklärung von vom 13.12.2016 (Anlage AG 5) auf 0,8 % vor Steuern erhöht hatte. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde einheitlich auf gerundet 5 % nach Steuern festgesetzt, wobei die Bewertungsgutachter eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern und einen mit Hilfe einer Peer Group ermittelten Beta-Faktor von 0,9 zugrunde legten. Für die Phase der Ewigen Rente zogen sie einen Wachstumsabschlag von 1 % heran. Zudem qualifizierten die Bewertungsgutachter Liquidität in Höhe von € 13,661 Mio. als nicht betriebsnotwendig. Für bestehende Pensionsverpflichtungen kamen sie zu einem negativen Sonderwert von € 1,128 Mio., während sie den Wert der Steuerfreiheit der Ausschüttungen aus dem vorhandenen steuerlichen Einlagenkonto mit € 2,255 Mio. quantifizierten, woraus sich dann insgesamt ein Unternehmenswert von € 35,139 Mio. errechnete. Darauf aufbauend gelangten sie zu einem Abfindungsbetrag von € 2,64 je Aktie, der infolge der Erhöhung des Basiszinssatzes entsprechend der Stichtagserklärung auf € 2,60 je Aktie gesunken war.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 26.8.2016, Az. 5HK O 14545/16 zum Abfindungsprüfer bestellte I

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 25.10.2016 (Anlage AG 4) sowie der Stichtagserklärung vom 13.12.2016 (Anlage AG 6) zu dem Ergebnis, die festgelegte Barabfindung von € 3,20 stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung wird in vollem Umfang auf das Bewertungsgutachten von vom 24.10.2016 (Anlage AG 2) sowie den Prüfungsbericht von (Anlage AG 4) einschließlich der jeweiligen Stichtagserklärungen vom 13.12.2016 (Anlagen AG 3 und AG 5) Bezug genommen.

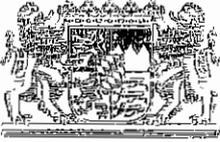


- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 3.2.2017 in das Handelsregister des Amtsgerichts München eingetragen und anschließend am 4.2.2017 bekannt gemacht. Im Zeitpunkt der Eintragung waren alle Antragsteller Aktionäre der MWG Biotech AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 4.5.2017 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die nach ihrem Vortrag antragsberechtigten Antragsteller geltend, die festgelegte Barabfindung müsse angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.
- a. Korrekturbedarf ergebe sich bereits aus den zu ihrem Nachteil unzulässigerweise festgesetzten und damit nicht mehr plausiblen Planannahmen.
- (1) Dies zeige sich bereits an einer mit zehn Jahren zu lang bemessenen Detailplanungsphase, weil in dieser Branche zuverlässige Ansätze über einen so langen Zeitraum nicht möglich seien. Die Dauer von Phase I ziehe eine ergebnisorientierte Verringerung der Zahlen nach sich. Zudem müsse von einer unzulässigen Einflussnahme der Muttergesellschaft auf die Planzahlen ausgegangen werden. Unzulässig seien Modifikationen der Planannahmen durch die Bewertungsgutachter. Die Bereinigung im Zusammenhang mit Operon hätte unterbleiben müssen, während die Umsatzeinbußen im Jahr 2014 infolge von Qualitätsproblemen und biologischen Verunreinigungen im Sinne einer Verbesserung der Planzahlen hätten bereinigt werden müssen. Fehlerhaft seien nur Risiken in die Planung eingeflossen.
- (2) Bei der Umsatzplanung werde übersehen, dass es zu einer Marktberreinigung infolge des Ausscheidens von Wettbewerbern kommen werde, weshalb eine dauerhaft rückläufige Entwicklung bei den Oligonukleotiden nicht plausibel sein könne. Diese Entwicklung unterschätze zudem die starke Markstellung der MWG Biotech AG, zumal in der Biotechnologie hohe Margen erzielbar seien. Gerade aus den



Zukäufen der Muttergesellschaft müsse auf einen wachsenden und nicht auf einen stagnierenden Markt geschlossen werden. Im Vergleich mit der Vergangenheit vernachlässige die Planung die in der Verlagerung auf die Muttergesellschaft liegenden Portfolioeffekte, weshalb der Rückschluss auf die Plausibilität einer von sinkenden Umsatzerlösen ausgehenden Planung nicht stimmen könne. Weiterhin übersehe die Planung die Verbesserung der Produktionsqualität und der Entwicklung einer neuen Synthesetechnologie, weshalb der Umsatzrückgang im Jahr 2016 schon nicht plausibel sein könne. Offen sei, inwieweit bei konzerninternen Geschäften faire Verrechnungspreise angesetzt worden seien. Auch aus den deutlich besseren Zahlen der Muttergesellschaft müsse auf die fehlende Plausibilität der Planannahmen bei der MWG Biotech AG geschlossen werden. Es müsse davon ausgegangen werden, dass die unternehmenseigene Planung für die Zeit ab 2017 deutlich besser liege als die pessimistischen Zahlen der Bewertung für den Squeeze out.

- (3) Die Kostenplanung übersehe bei der Entwicklung der Personalkosten die Folgen der Automatisierung von Produktionsprozessen. Zudem führe die Digitalisierung zu niedrigen Personalkosten, deren Anstieg mit 2,5 % p. a. auch als unrealistisch angesehen werden müsse. Unklar sei die Ursache der hohen Abschreibungen im Detailplanungszeitraum zwischen € 160.000,-- und € 260.000,-- .Zumindest bestehe auch erheblicher Aufklärungsbedarf, inwieweit die für das Immobilienleasing angesetzten Kosten marktüblich seien und ob die Auswechslung der bisherigen Leasingkosten für die von der Gesellschaft genutzten Immobilien gegen dann von der Antragsgegnerin zu entrichtende Mietzinsen barwertäquivalent erfolgt sei.
- (4) Nicht nachvollziehbar sei die Entwicklung der Margen und des EBIT, weil die in der Vergangenheit durchgeführte Restrukturierung zu einer Verbesserung der Marge führen müsse. Eine Halbierung des E-



BIT von 2015 bis 2017 und anschließend ein weiterer Rückgang um € 500.000,-- bis 2026 bedeute einen zu pessimistischen Ansatz, weil das EBIT ebenso wie der Umsatz zum Teil unter dem aktuellen Niveau liege.

- (5) Die Nettoausschüttungen und Thesaurierungen hätten jeweils typisiert zum 30.6. statt zum 31.12. eines Planjahres angesetzt werden müssen. Zu hinterfragen sei, ob die Antragsgegnerin für allein sie betreffende Kosten vollen finanziellen Ausgleich geleistet habe, nachdem die Planung Abzüge von den finanziellen Überschüssen für den von der Antragsgegnerin geplanten Finanzbedarf für Nettoinvestitionen, Veränderungen des Working Capital und Finanzierung vorsehe.
- (6) Die Planung vernachlässige ebenfalls die zu berücksichtigenden unechten Synergien.

b. Korrekturbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre bestehe in allen drei Komponenten des Kapitalisierungszinssatzes.

- (1) Der mit 0,6 % vor Steuern im Bewertungsgutachten angesetzte Basiszinssatz müsse reduziert werden, weil der aktuelle Zinssatz langläufiger Bundesanleihen mit 0,3 % noch deutlich darunter liege und nur zu diesem Zinssatz eine Wiederanlage erfolgen könne. Zudem müsse die Laufzeit von Darlehen der Gesellschaft zwischen fünf und zehn Jahren auch für den Basiszinssatz maßgeblich sein.
- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag reduziert werden. Das zu seiner Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich als zumindest wenig geeignet dar und sei gegenüber anderen Methoden nicht überlegen. Keinesfalls aber rechtfertige sich mangels empirischen Nachweises die auf der Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 % bis 6 % angesetzte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern. Dies lasse sich weder mit dem anhaltend



niedrigen Basiszinssatz noch mit der Finanzkrise begründen. Das unternehmensspezifische Risiko müsse über den originären Beta-Faktor der MWG Biotech und nicht über eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group ermittelt werden.

- (3) Der in der Ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag von 1 % stelle sich als zu niedrig dar, weil dies die dynamische Entwicklung der Vergangenheit und den Wachstumsmarkt, in dem die Gesellschaft tätig sei, nicht abbilde. Auch liege darin ein Widerspruch zu den deutlichen höheren Wachstumsraten in Europa und am Weltmarkt. Ein unterhalb der erwarteten allgemeinen Inflationsrate entsprechend der mit 2 % zu veranschlagenden Zielgröße der Europäischen Zentralbank angesetzter Wachstumsabschlag führe zu einem Schrumpfen und letztlich zum Verschwinden des Unternehmens aus dem Markt.
- c. Beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen müsse für die Liquidität ein höherer Wert als € 13,661 Mio. angesetzt werden; nachdem die MWG Biotech AG innerhalb des Konzerns € 16,15 Mio. entliehen habe, müsse der gesamte Wert als Sonderwert in die Bewertung einfließen. Zudem müsse es zu einer Verzinsung dieses Betrages mit dem Kapitalisierungszinssatz und damit zu zusätzlichen Erträgen von € 806.000,- jährlich kommen. Die Pensionslasten müssten mit dem Zinsanstieg sinken. Unklar sei die Berechnung des Ansatzes des steuerlichen Verlustvortrages für Gewerbe- und Körperschaftssteuer sowie der Einfluss der Neuregelung von § 8 c KStG auf diesen Ansatz. Die Kaufoption für das Grundstück hätte gesondert bewertet werden müssen.
- d. Die ermittelte Barabfindung lasse fehlerhaft die von der Antragsgegnerin bezahlten Vorerwerbspreise außer Betracht. Ebenso hätte der Wert der Marke „MWG Biotech“ als Sonderwert berücksichtigt werden müssen.



3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge. Den Antragstellern zu 33) und 34) fehle bereits die Antragsberechtigung; angesichts ihrer Eintragung mit _____ im Aktienregister handele es sich um eine Gesellschaft bürgerlichen Rechts, die jedoch keinen Antrag gestellt habe. In jedem Fall aber seien alle Anträge angesichts der Angemessenheit der Barabfindung unbegründet.

a. Die in der Planung getroffenen Annahmen seien zutreffend erfolgt und demzufolge auch nicht korrekturbedürftig.

(1) Von einer anlassbezogenen Planung könne nicht ausgegangen werden, nachdem das Budget für das laufende Geschäftsjahr 2016 und das nachfolgende Geschäftsjahr 2017 sowie die mittelfristige Planung bis 2018 im Zuge des normalen Planungsprozesses erstellt worden seien und die Planung der nachfolgenden Jahre ab 2020 zur Erreichung eines eingeschwungenen Zustandes auf dem normalen Planungsprozess aufsetze. Bezüglich der Konzernumlage habe der Vorstand auf Erfahrungen der Vergangenheit zurückgreifen können. Eine unzulässige Modifikation der Planannahmen des Vorstandes durch die Bewertungsgutachter von _____ habe nicht stattgefunden. Die Dauer der Detailplanungsphase beruhe auf der dem anhaltenden Preisverfall geschuldeten Notwendigkeit, einen eingeschwungenen Zustand zu erreichen.

(2) Die Prognosen des Vorstandes zur Umsatzentwicklung mit einem angenommenen Wachstum zwischen 0,5 % und 3 % p. a. in den kommenden neun Jahren seien plausibel. Dieser Ansatz beruhe auf einem Mengenanstieg im Bereich der Oligonukleotide zwischen 5,8 % und 12 % in den nächsten drei Jahren und zwischen 2,8 % und 6,2 % in der Folgezeit. Das im Vergleich zum Volumen unterproportionale Wachstum der Umsätze beruhe auf dem angenommenen jährlichen Preisrückgang zwischen zunächst 5 % und 8 % und später zwi-



schen 1,5 % bis 4 %. Der bereits vorhandene Wettbewerbsdruck werde sich ebenso wie die zunehmende Marktsättigung im Bereich der Oligonukleotide fortsetzen. Bei den Auswirkungen der im Rahmen der Produktion aufgetretenen Verunreinigungen handele es sich angesichts des damit verbundenen Verlustes von Kunden um einen der Bereinigung nicht zugänglichen Dauereffekt. Die Bereinigungen bei Operon seien sachgerecht angesichts der letztmaligen Zahlung von Lizenzgebühren an die MWG Biotech AG im Jahr 2013.

- (3) Die Mengenausweitung führe zu einem Anstieg des Materialaufwands bei gleichzeitigem Rückgang der Absatzpreise, was nicht durch geplante Effizienzgewinne kompensiert werden könne. Die Entwicklung des Personalaufwands trage dem Lohnniveau im Großraum München Rechnung. Die MWG Biotech-Gruppe begegne dem sie treffenden erheblichen Preisdruck durch eine massive Automatisierung der gesamten Wertschöpfungskette und einer kompletten Digitalisierung des Bestellprozesses sowie der Einführung zusätzlicher IT-Systeme im Servicebereich. Die Umstellung der Produktion als Folge der Synthesetechnologie werde signifikantes Wachstum mit unveränderter Mitarbeiterzahl ermöglichen. Die Höhe der Abschreibungen resultiere aus den notwendigen Investitionen zur Erhaltung der Produktionsinfrastruktur sowie der Einführung der neuen Synthesetechnologie bei der I und auch zum Teil schon von der Gesellschaft vorgenommenen und für 2017 geplanten Mietereinbauten. Die Kaufoption zum Erwerb einer von der MWG-Gruppe genutzten Immobilie sei angemessen berücksichtigt worden; die Ausgabe von Mieterdarlehen führe weder zu einer Reduktion des Kaufpreises bei der Ausübung der Kaufoption noch handele es sich bei dem Mieterdarlehen um nicht betriebsnotwendige Liquidität, weil die Gesellschaft vertraglich verpflichtet sei, Mieterdarlehen in der vorgegebenen Höhe im Rahmen des Immobilienleasing der für die Geschäftstätigkeit genutzten Gebäude zu gewähren. Der Rückfluss der Mittel sei mit der Folge einer Erhöhung



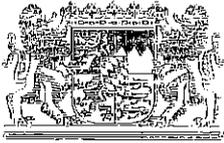
der ausschüttungsfähigen Überschüsse im Jahr 2020 unterstellt worden.

(4) Das Absinken der Gewinnmargen bei

beruhe auf dem erwarteten Preisverfall, der sich entsprechend den Vergangenheitsdaten auch künftig mit jährlich 3,8 % fortsetzen werde. Dem durchschnittlichen jährlichen Wachstum von 1,6 % stehe ein durchschnittlicher Anstieg des Materialaufwandes von 3,5 % p.a. bzw. von 2,6 % p.a. bei allen weiteren Aufwendungen gegenüber, der allerdings durch geplante Effizienzsteigerungen abgemildert werde. Die Entwicklung der Personalaufwandsquote der MWG Biotech und ihrer Tochtergesellschaften in Relation zum Umsatz der Gruppe führe zu einem verzerrten Bild, weil die Gesellschaft keine Umsatzerlöse und lediglich die Verkaufsprovision als Umsatz ausweise, während beide Gesellschafter aber Dienstleistungen für andere -Gesellschaften mit entsprechendem Personalbestand erbrächten – Erträge hieraus seien bei den National Support Services ausgewiesen; bei deren Einbeziehung entwickle sich die Personalaufwandsquote im Vergleich zum geplanten Volumenanstieg rückläufig.

(5) Aus der Integrierung der Gesellschaft in die -Gruppe resultierenden Synergien fänden sich sowohl in den Vergangenheitszahlen wie auch in der Planung.

(6) Die Ausschüttungsquote im Terminal Value von 50 % entspreche dem anzusetzenden Durchschnitt der Marktteilnehmer; mangels Vorliegens einer Unternehmensplanung könne auch nicht auf die Ausschüttungsquote von 20 % aus der Phase I abgestellt werden. Abgesehen davon hätte eine nachhaltige Ausschüttungsquote von 20 % einen niedrigeren Unternehmenswert angesichts des steuerfreien Einlagenkontos mit der Möglichkeit steuerfreier Ausschüttungen bis

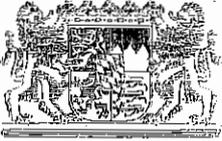


weit über das Jahr 2100 hinaus als Folge. Die Besteuerung der thesaurierungsbedingten Wertzuwächse sei sachgerecht mit einem Steuersatz von rund 13,19 % erfolgt.

b. Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe angesichts seiner methodisch und inhaltlich zutreffenden Ableitung keiner Anpassungen.

(1) Beim Basiszinssatz müsse zunächst der Anstieg zum Stichtag der Hauptversammlung auf 0,8 % vor Steuern berücksichtigt werden, was zu einem tatsächlich niedrigeren Wert von nur mehr € 2,60 je Aktie führe. Die Ableitung aus der Zinsstrukturkurve begegne keinen Bedenken.

(2) Der anzusetzende Risikozuschlag sei zutreffend in Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelt worden, das als marktgestützte Ermittlung einer allgemeinen Risikoeinschätzung vorzuziehen sei und die Risikoeinschätzung auf intersubjektiv nachvollziehbaren Erwägungen begründe. Die Empfehlung des FAUB des IDW als Grundlage der angesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern basiere auf Kapitalmarktstudien und ex ante-Analysen zur impliziten Marktrisikoprämie, die eine Orientierung am oberen Ende der historisch beobachteten Aktienrendite bzw. daraus abgeleiteter Marktrisikoprämie nahe lägen. Die Mittelwertbildung müsse sachgerecht auf der Grundlage des arithmetischen Mittels erfolgen, nicht auf der des geometrischen Mittels, weil die fehlende stochastische Unabhängigkeit jährlicher Aktienrenditen nicht nachgewiesen werden könne. Der zum Stichtag einschlägige Beta-Faktor von 0,9 gebe das operative Geschäftsrisiko der MWG Biotech AG zutreffend wider, wobei der Beta-Faktor am unteren Ende der denkbaren Bandbreite festgesetzt worden sei. Die Peer Group umfasse alle wesentlichen Wettbewerber der Gesellschaft mit einer Börsennotiz.



- (3) Ebenfalls zutreffend angesetzt worden sei der Wachstumsabschlag mit 1 %, der das Ziel verfolge, das inflationsbedingte Ergebniswachstum nach Ende der Detailplanungsphase abzubilden. Angesichts der sehr angespannten Markt- und Konkurrenzsituation könne nicht erwartet werden, die MWG Biotech AG werde in der Lage sein, inflationsbedingte Kostensteigerungen über entsprechende Preiserhöhungen auf ihre Abnehmer weiterzugeben oder mittels Effizienzsteigerungen zu kompensieren.
- c. Zutreffend erfolgt sei der Ansatz von Sonderwerten und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens. Dies gelte vor allem für die nicht betriebsnotwendige Liquidität in Höhe von € 13,661 Mio, weil neben dem Intercompany-Darlehen die Ergebnisabführungsverpflichtung in Höhe von € 2,282 Mio. ebenso berücksichtigt werden müsse wie ein Mindestbestand an vorzuhaltenden liquiden Mitteln für den reibungslosen Geschäftsablauf. Die Verlustvorträge seien über eine bewertungstechnische Verlängerung des Planungszeitraums bis zum Jahr 2079 zutreffend ermittelt worden durch die Berechnung eines barwertäquivalenten einwertigen Steueraufwands in der Ewigen Rente. Das steuerliche Einlagenkonto sei mit den Wertbeiträgen aus der faktischen Steuerfreiheit der Ausschüttungen in einem Sonderwert berücksichtigt worden. Den ermittelten Pensionsverpflichtungen liege ein versicherungsmathematische Gutachten der zugrunde.
4. a. Mit Beschluss vom 11.10.2017 (Bl. 74 d.A.) hat das Gericht
n zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst
als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt; der Vorsitzende hat mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 75 d.A.) die Veröffentlichung der Bekanntmachung dieser Bestellung im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter macht im Wesentlichen geltend, die Unangemessenheit der Barabfindung beruhe auf zu konservativen und damit nicht mehr plausiblen Planansätzen über eine zu lange Detailpla-



nungsphase hinweg, die das Dazwischenschalten einer Grobplanungsphase erforderlich mache. Selbst bei einer in der Vergangenheit zu beobachtenden Preiserosion könne diese in den Jahren 2017 bis 2019 nicht bei 5 %, 8 % und 6 % liegen. Ebenso wenig sei der Anstieg der Personalaufwendungen sowie der sonstigen Aufwendungen nachvollziehbar. Die Marktrisikoprämie sei mit 5,5 % nach Steuern deutlich überhöht. Aus der Peer Group müsse vor allem Illumina Inc. und Agilent Technologies, Inc. gestrichen werden. Der Wachstumsabschlag müsse auf mindestens 1,5 % erhöht werden.

- b. In der mündlichen Verhandlung vom 22.2.2018 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von
- mündlich angehört. Ferner hat das Gericht mit Beschluss vom 22.2.2018 (Bl. 146 d.A.) den Abfindungsprüfer gebeten, in einer ergänzenden Stellungnahme zu den Bid-Ask-Spreads der Peer Group-Unternehmen Stellung zu nehmen und Alternativberechnungen mit geänderten Parametern beim Kapitalisierungszinssatz vorzunehmen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung des Abfindungsprüfers wird in vollem Umfang Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 22.2.2018 (Bl. 118/147 d.A.) sowie die ergänzende Stellungnahme vom 7.3.2018 (Bl. 157/158 d.A.) deren Zustellung an alle Verfahrensbeteiligten veranlasst wurde.
5. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird in vollem Umfang Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 22.2.2018 (Bl. 118/147 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet und waren daher zurückzuweisen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Die Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der MWG Biotech AG am 3.2.2017 Aktionäre der Gesellschaft waren.
 - a. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Antrag aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder in Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt bzw. nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt. Dies gilt auch für die von der Antragsgegnerin selbst eingeholten Auszüge aus dem Aktienregister sowie für die Antragstellerin zu 48); nachdem die Antragstellerin auch bei diesen Antragstellern nach Erhalt der Bescheinigung den entsprechenden Vortrag aus den Antragsschriften nicht widersprochen hat, muss davon ausgegangen werden, dass er nunmehr gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als unstreitig anzusehen ist. Abgesehen davon ergibt sich ohnehin aus dem gemäß § 67 Abs. 2 AktG analog maßgeblichen Auszug aus dem Aktienregister die Aktionärseigenschaft dieser Antragsteller im Zeitpunkt der Eintragung.
 - b. Die Antragsteller zu 33) und 34) sind gleichfalls antragsberechtigt. Dabei kann bei ihnen nicht davon ausgegangen werden, sie hätten den Antrag



für eine aus ihnen bestehende Gesellschaft bürgerlichen Rechts gestellt, der dann mangels Eintragung im Aktienregister die Antragsberechtigung fehlen würde. Vielmehr muss entsprechend dem Vortrag der Antragsteller zu 33) und 34) davon ausgegangen werden, dass sie Inhaber eines gemeinschaftlichen Depots sind, woraus gerade nicht auf einen gesellschaftsrechtlichen Charakter geschlossen werden kann.

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 4.2.2017, weshalb die Frist am 4.5.2017 endete. Spätestens an diesem Tag gingen alle Anträge zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht München I ein.
3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.



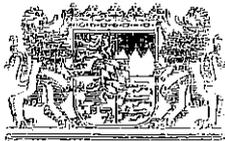
II.

Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung mit einem Betrag von € 3,20 je Aktie der MWG Biotech als angemessen angesehen werden muss.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; OLG Frankfurt AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt, bei der es sich um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 281), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der MWG Biotech AG zugrunde gelegt werden kann. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewon-



nen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339,



2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Düsseldorf AG 2018, 399, 401 f.; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Gesellschaft keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung der MWG Biotech AG zugrunde lagen.
 - (a) Aus der Analyse der Vergangenheit lässt sich kein Rückschluss auf eine fehlerhafte Planungssystematik ziehen. Diese Analyse verfolgt vor allem den Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognosen tragfähig und plausibel sind. Der Abfindungsprüfer untersuchte bei diesen Prüfungshandlungen in erster Linie die Jahre 2013 bis 2015 sowie das bereits angelaufene Geschäftsjahr 2016. Dabei wurden die Planannahmen in keinem dieser Jahre erreicht, wobei die Planverfehlung vor allem die Umsatzseite sowie den Rohertrag betraf, während namentlich im Jahr 2016 die dem Geschäftsmodell innewohnenden Kosten gerade nicht verfehlt wurden. Die in den Jahren 2013 bis 2015 zu beobachtenden Planverfehlungen beruhten nach den Erkenntnissen von | in Übereinstimmung mit den Ausführungen im Bewertungsgutachten auf einer zu optimisti-



schen Budgetierung bei der Preisentwicklung, die den tatsächlichen Einbruch der Preise bei den standardisierten Oligonukleotiden so nicht vorhergesehen hatte. Demgemäß beschrieb

die Gründe im Termin vom 22.2.2018 als marktinduziert. Als weiteren Grund nannte er im Prüfungsbericht wie auch im Rahmen seiner Anhörung die vertriebsstrukturellen Veränderungen durch die Einschaltung von Landesvertriebsgesellschaften. Zudem traten im Jahr 2014 Qualitätseinbußen und biologische Verunreinigungen auf, die so zweifelsohne nicht vorhersehbar waren und demgemäß nicht geplante Umsatzeinbußen nach sich zogen. Angesichts dessen kann aus den Abweichungen keine Schlussfolgerung auf eine unzureichende Planungssystematik gezogen werden. Für das Jahr 2016 zeigt ein Plan-Ist-Vergleich für den Monat September, dass sich die Ist-Zahlen bei den externen Umsatzerlösen in diesem Monat, der Deckungsbeitrag innerhalb der MWG-Gruppe, den Gesamtumsätzen im September 2016 sowie den Umsatzerlösen von Januar bis September 2016 schlechter entwickelten als geplant. Dies hat nach den Erkenntnissen von seine Ursache in den geringeren Umsätzen sowohl mit externen Dritten als auch innerhalb des Konzerns. Vor allem aber steht dies in Einklang mit den Jahren der Vergangenheitsanalyse und ist auf die nach den Ausführungen des vormaligen Vorstands der Gesellschaft im Termin vom 22.2.2018 insbesondere auf die sehr ambitionierte Erwartungshaltung der Verantwortlichen der Obergesellschaft zurückzuführen. Allerdings kann aus dieser Äußerung keine Rückschluss auf eine widersprüchliche Planung gezogen werden; eine ambitionierte Erwartungshaltung steht nicht in Widerspruch zu den durch die Entwicklung der Vergangenheit und auch die Marktstudie für Oligonukleotide gestützte Annahme, die Gesellschaft unterliege einem erheblichen Preisdruck und

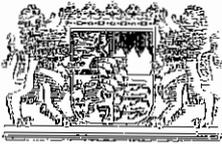


könne deshalb Volumensteigerung nicht entsprechend in Umsatzzahlen und entsprechende Umsatzsteigerungen umsetzen. Von den Entwicklungen des Marktes kann sich die MWG Biotech AG – ungeachtet der Erwartungshaltung der Obergesellschaft – nicht abkoppeln.

- (b) Die Planung der Gesellschaft stammt vom Vorstand – Vorgaben seitens der -Gruppe gab es nach Auskunft des Abfindungsprüfers nur bezüglich der zeitlichen Abläufe. Im Herbst des Vorjahres werden dabei konkret das Budget des Folgejahres und die beiden nächsten Jahre geplant. Die Planung erfolgt dabei individuell für die MWG Biotech AG sowie die beiden operativen Tochtergesellschaften, wobei dies gerade bei den operativ tätigen Tochtergesellschaften zunächst bottom up geschieht. Bezüglich der Konzernumlagen an die MWG-Gruppe hatte der Vorstand im maßgeblichen Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 13.12.2016 noch keine feststehenden Zahlen – diese erhält er nämlich erst dann, wenn die einzelnen Bemessungsgrundlagen für die Konzernumlagen feststehen. Angesichts dessen ist es nachvollziehbar und sachgerecht, wenn der Vorstand eine auf der Entwicklung der letzten Jahre beruhende Einschätzung abgibt. Dabei konnte allerdings für die im Laufe des Jahres 2016 monatlich berechnete Konzernumlage auf der Basis der Anfang 2016 finalisierten Konzernplanung eine Korrektur der geplanten Kosten anhand der von den Einheiten mitgeteilten Zahlen erfolgen.
- (c) Unzulässige Anpassungen der Planung durch die Bewertungsgutachter von fanden nicht statt. wies bei seiner Anhörung darauf hin, dass die operativen Aspekte sowohl beim Umsatz als auch den Kosten vom Vorstand kamen und hier auch keine Korrekturen durch die Bewertungsgutach-



- (e) Die Länge der Detailplanungsphase mit zehn Jahren ist nicht zu lange angesetzt; daher war es auch nicht erforderlich, eine Konvergenzphase zwischenschalten, um einen eingeschwungenen Zustand als Grundlage für die Zahlen der Ewigen Rente zu erhalten. Die verlängerte Phase I musste den Übergang in die in den ersten Planjahren im Jahr 2018 eingeführte Synthesetechnologie ebenso berücksichtigen wie die zu beobachtende Preiserosion am Absatzmarkt. Durch diese neue Technologie soll mehr Umsatz generiert werden, weil die Gesellschaft dadurch die Möglichkeit erhält, sowohl bestehende Kunden zu halten als auch Neukunden hinzuzugewinnen. Auswirkungen zeigen sich dadurch vor allem im Volumen, nicht jedoch bei den Margen, weil dieser Bereich, in dem die neue Technologie eingesetzt werden soll, nach den Ausführungen von [redacted] im Termin nachvollziehbar nicht als margenintensiv angesehen werden kann. Die Entwicklung eines kontinuierlichen Preisverfalls steht zudem in Einklang mit der von den Abfindungsprüfern von [redacted] herangezogenen Studie von „Markets & Markets“ aus dem Jahr 2014, die diesen Preiskampf belegt. Angesichts dessen kann die Kammer in Übereinstimmung mit der Aussage des Prüfers eine Umkehr dieser Entwicklung innerhalb kurzer Zeit nicht annehmen. Dann aber durfte die Planung so aufgebaut werden, dass sie über einen längeren Zeitraum sukzessive in den Terminal Value übergeleitet wird. Unter Beachtung des prozentual geringen und über die Detailplanungsphase hinweg sinkenden Umsatzwachstums wird ein eingeschwungener Zustand nach neun Jahren erreicht. Diese Vorgehensweise mit detaillierten Annahmen bezüglich Preis und Menge muss gegenüber einer Grobplanungsphase als vorzuzugswürdig angesehen werden, weil dort mit deutlich pauschaleren Annahmen gearbeitet wird und gerade nicht mit den Plannahmen des Vorstands der Gesellschaft. Zudem wäre



mentlich daran, dass sie die mit der neuen Technologie erwarteten Volumensteigerungen und damit auch Chancen abbildet.

(2) Die Umsatzplanung der Gesellschaft bedarf angesichts der plausiblen Annahmen keiner Änderungen.

(a) Dies gilt insbesondere auch für die rückläufige Entwicklung bei den erzielbaren Umsätzen. Dem kann nicht entgegeng gehalten werden, dieser Ansatz übersehe die starke Marktposition der Gesellschaft mit der Möglichkeit, in der Biotechnologie starke Margen zu erzielen. Ein Herunterrechnen kann nicht angenommen werden, weil die Umsätze in der Planung in absoluten Zahlen steigen sollen. Dabei zeigt sich insbesondere der Einfluss der Einführung der neuen Synthesetechnologie im Jahr 2018, weil in diesem Jahr ebenso wie im Folgejahr mit deutlichen Umsatzsteigerungen um € 348.000,- und € 299.000,- bzw. 3 % oder 2,5 % in den Jahren 2018 und 2019 jeweils im Vergleich zum Vorjahr gerechnet wird. Die produzierten Mengen müssen dabei deutlich stärker zunehmen, weil die Gesellschaft entsprechend dem Markttrend von sinkenden Preisen je Einheit ausgeht. Bei der darauf beruhenden Ermittlung der Margen ist zudem zu beachten, dass die Gesellschaft mit diesem geänderten Unternehmenskonzept neue Märkte erschließen will. Gerade der Bereich, in dem unter Einsatz der Synthesetechnologie neue Kunden gewonnen werden sollen, wird kleine Mengen zu niedrigen Preisen produzieren, nachdem der Markt danach verlangt.

Dies steht auch nicht in Widerspruch zu den deutlich höheren Wachstumserwartungen und Margen im Bereich der Biotechnologie, nachdem das Tätigkeitsspektrum der Gesellschaft gerade nicht das gesamte Feld der Biotechnologie abbildet. Hinzu kommt, dass die Gesellschaft einen Teil ihrer Umsätze aus Tä-



tigkeiten für andere Gesellschaften aus dem -Konzern erwirtschaftet, wobei hier nach den Erkenntnissen des Abfindungsprüfers vor allem im Bereich National Security Supports – also der Vertriebstätigkeit – eine im Vergleich zum Produktionsgeschäft geringere Marge zu erzielen ist.

Die rückläufige Umsatzentwicklung insbesondere im Jahr der Hochrechnung 2016 steht nicht in Widerspruch zu den sonstigen Planungen der Gesellschaft. Die neue Synthesetechnologie kann nämlich erst im Jahr 2018 zum Einsatz kommen und ist folglich nicht geeignet, die Umsatzzahlen für das Jahr 2016 mit einem Rückgang von 7,9 % im Vergleich zum Vorjahr infrage zu stellen. Abgesehen davon flossen in die Zahlen des Jahres 2016 die tatsächlich erzielten Umsatzerlöse bis zum Monat September 2016 ein. Unter der Annahme, dass in den ersten neun Monaten eines Jahres etwa 75 % des gesamten Jahresumsatzes – ausgenommen Branchen, die speziell vom Weihnachtsgeschäft leben, was bei der Gesellschaft zweifelsohne nicht der Fall ist – erzielt werden, würde das restliche Viertel zu einem Jahresumsatz von € 11,2 Mio. führen, der unterhalb des für 2016 angesetzten Planumsatzes von € 11,547 Mio. liegt. Diese Entwicklung im Ist des Jahres 2016, die in die Planung eingeflossen ist, spricht jedenfalls nicht für eine zu pessimistische und daher korrekturbedürftige Planung der Umsätze des Jahres 2016 als erstem Jahr der Phase I.

- (b) Die mangelnde Plausibilität der Planung mit einer rückläufigen Entwicklung namentlich bei Oligonukleotiden lässt sich nicht aus einer erwartbaren Marktberreinigung durch das Ausscheiden von Wettbewerbern begründen. wies nämlich darauf hin, dass gerade diese Entwicklung nach den von durchgeführten Analysen nicht zu beobachten sei. Zum einen kam es zu einer solchen Entwicklung bereits in der Vergangen-

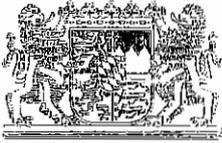


heit nicht; zum anderen führt die bereits benannte Studie aus, es sei mit dem Eintritt weiterer Wettbewerber in den Markt zu rechnen. Dies wiederum führt zu einem vermehrten Preisdruck auf die verbliebenen Wettbewerber, weil gerade in einem Markt für Commodity-Produkte Marktanteile in erster Linie über den Preis gewonnen werden.

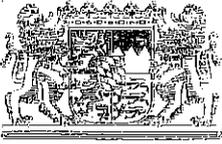
- (c) Aus den Zukäufen der Muttergesellschaft kann nicht darauf geschlossen werden, die MWG Biotech AG sei in keinem stagnierenden Markt tätig, nachdem die Zukäufe von
- nicht deckungsgleich mit dem Tätigkeitsfeld der Gesellschaft sind, die in einem absoluten Nischenmarkt tätig ist. Angesichts dessen ist auch ein Vergleich mit der Entwicklung der Muttergesellschaft nicht statthaft, nachdem diese sehr viel breiter aufgestellt ist und eben nicht nur in dem Nischenmarkt der MWG Biotech AG agiert.
- (d) Die Planung vernachlässigt auch nicht, dass die Entwicklung der Vergangenheiten auf der Verlagerung von Aktivitäten auf die Antragsgegnerin beruht. Der Vertrieb der Gesellschaft zu den Endkunden wurde nämlich in den betroffenen Ländern dadurch verändert, dass eine Gesellschaft der -Gruppe zwischengeschaltet wurde, die nun einen Teil der Umsätze und der Rohertragsmarge vereinnahmt, was sich dann nicht mehr bei der MWG Biotech AG positiv auswirken kann. Vor dem Verkauf an den Endkunden ist noch eine -Gesellschaft zwischengeschaltet – der Abfindungsprüfer erläuterte dies mit dem Beispiel, dass die Gesellschaft früher € 10,-- eines ihrer Produkte veräußerte; nunmehr erfolgt die Veräußerung für € 10,-- durch die andere -Gesellschaft, von der die MWG Biotech AG nur mehr € 8,-- verlangen kann.



- (e) Ebenso wenig kann die Plausibilität der Planung mit der Begründung verneint werden, bei konzerninternen Geschäften seien unfaire Verrechnungspreise angesetzt worden. Zum einen muss bereits davon ausgegangen werden, dass Verrechnungspreise angesichts der steuerrechtlichen Problematik von verdeckten Gewinnausschüttungen regelmäßig einem Drittvergleich standhalten. Zum anderen kann nicht unberücksichtigt bleiben, dass zwischen der MWG Biotech AG und der Antragsgegnerin ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag besteht, aufgrund dessen auch nachteilige Weisungen gem. § 308 Abs. 1 AktG möglich und zu befolgen sind. Dabei gilt auch das Verbot der Einlagenrückgewähr aus § 57 Abs. 1 Satz 1 AktG aufgrund der ausdrücklichen Regelung in § 57 Abs. 1 Satz 3 1. Alt. AktG nicht bei Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages. Nach der Neuregelung durch das Gesetz zur Modernisierung des GmbH-Rechts und zur Bekämpfung von Missbräuchen (MoMiG) vom 23. Oktober 2008, BGBl. I S. 2026 kommt es zudem nicht mehr darauf an, ob den Leistungen eine Weisung zugrunde liegt oder ob sie auf Veranlassung des herrschenden Unternehmens an dieses unmittelbar oder an andere Konzernunternehmen fließen (vgl. Fleischer in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 57 Rdn. 35; Cahn/v. Spannenberg in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 57 Rdn. 136). Angesichts dessen ist es unschädlich, wenn keine Angaben zur Überprüfung der Verrechnungspreise durch das zuständige Finanzamt machen konnte.
- (f) Allein der Umstand, dass die Gesellschaft nicht das in der Studie von „Markets & Markets“ angesprochene Wachstum von 6,8 % erreicht, macht eine Modifikation der Planannahmen nicht erforderlich. Es muss nämlich gesehen werden, dass die Gesellschaft in der Vergangenheit nach den Erkenntnissen des Prü-

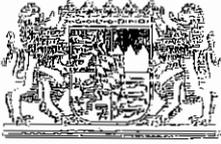


fers, die er in der mündlichen Verhandlung auch vermitteln konnte, bereits nicht am allgemeinen Wachstum des Marktes teilnahm. Auf dieser Tatsache beruht auch die Entscheidung des Vorstandes zum Strategiewechsel mit der neuen Synthesetechnologie, die sich – wie bereits oben unter II. 1. a. (2) (a) dargestellt – in den Planzahlen mit größerem Umsatzwachstum niederschlägt. In Europa muss von einem ausgereiften Markt für Oligonukleotide ausgegangen werden, bei dem erfahrungsgemäß keine so hohen durchschnittlichen Wachstumsraten mehr erreicht werden können. Eine Einführungs- und Wachstumsphase lässt sich nur außerhalb Europas beobachten. In diesen Märkten ist die Gesellschaft ausweislich der Feststellungen im Prüfungsbericht nicht vertreten, weil sie innerhalb des -Konzerns in regionaler Abgrenzung als Produzent und Lieferant von synthetischen Oligonukleotiden ausschließlich für den europäischen Markt fungiert. Daher kann die in einem Nischenmarkt operierende Gesellschaft nicht am allgemeinen Wachstum teilnehmen und auch nicht im gleichen Umfang an dem allgemeinen Volumenzuwachs partizipieren. Dies zeigt sich auch daran, dass die Gesellschaft ihre Kunden vor allem in der Forschung und im universitären Bereich hat und der Hauptanteil auf das Laborgeschäft entfällt. In diesem Bereich der Forschung erwirtschaftet die Gesellschaft etwa 75 % bis 80 % ihrer Umsätze, während wachstumsstärkere und zukunftssträchtige Bereiche wie Humangenetik einen Umsatzanteil von nahe 0 % und die Diagnostik einen Anteil von unter 5 % hat, wie Herr Persigehl als Vertreter der Antragsgegnerin in Übereinstimmung mit dem Prüfer bekundete, der angesichts dieser geringfügigen Zahlen keine Erkenntnisse zu Umsätzen im Bereich der Humangenetik gewinnen konnte. Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Aussagen des Vertreters der Antragsgegnerin im Termin vom 22.2.2018, nachdem diese mit den



zentralen Erkenntnissen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers übereinstimmen.

- (g) Von einer widersprüchlichen Planung der Umsätze kann nicht ausgegangen werden, auch wenn die Aussagen von Herrn Persigehl über die Erwartungshaltung der Konzernmutter zugrunde gelegt wird. Eine ambitionierte Erwartungshaltung steht nicht in Widerspruch zu den durch die Entwicklung der Vergangenheit und auch die Marktstudie für Oligonukleotide gestützte Annahme, die Gesellschaft unterliege einem erheblichen Preisdruck und könne deshalb die Volumensteigerungen nicht entsprechend in Umsatzzahlen und entsprechende Umsatzsteigerungen umsetzen.
- (3) Bei der Kostenplanung müssen angesichts ihrer Plausibilität keine Korrekturen vorgenommen werden; die hiergegen vorgebrachten Rügen sind nicht geeignet, die entsprechenden Ansätze vor allem auch bei den Personalkosten in Frage zu stellen.
- (a) Die geplante Entwicklung der Personalkosten übersieht nicht die Folgen einer zunehmenden Automatisierung der Produktionsprozesse. | j verwies nämlich darauf, dass für den Bereich der Produktion der Oligonukleotide ungeachtet des geplanten Volumenwachstums mit keiner Vergrößerung des aktuellen Mitarbeiterbestandes geplant wird. Daraus muss dann aber die Schlussfolgerung gezogen werden, der Einsatz von Maschinen führe zu der Effizienzsteigerung. Dagegen gehen die Verantwortlichen der Gesellschaft für den Vertriebsbereich National Support Services in ihrer Planung von einem sukzessiven Personalzuwachs von fünf Köpfen aus. Dies ist die zwingende Folge eines größeren Produktionsvolumens – wenn der Umsatz steigt, muss mehr Personal für den Vertrieb eingesetzt



werden. Dem stehen auch nicht die vermehrt zu beobachtenden Bestellmöglichkeiten über das Internet oder per E-Mail entgegen, nachdem diese Einkaufsmöglichkeiten seit Langem zum Geschäftsmodell gehören und demgemäß praktiziert werden. Im Bereich National Support Services sollen diese fünf neuen Mitarbeiter Funktionen für [redacted] Gesellschaften übernehmen, wobei nach der Aussage des Abfindungsprüfers einer der Schwerpunkte bei der [redacted] liegen soll, wo ein höheres Wachstum geplant wird, wofür dann auch bei der [redacted] und der MWG Biotech AG nachvollziehbar mehr Personal benötigt wird. Außerdem sollen diese Mitarbeiter nicht nur Bestandskunden betreuen, sondern auch in der Kundenakquise tätig sein.

Aus diesen Gründen führt auch die zunehmende Digitalisierung nicht zur mangelnden Plausibilität der Planansätze. Der mit der Digitalisierung verbundene technische Fortschritt ist in der Planung hinterlegt, weil das Volumen deutlich höhere Wachstumsraten als der Umsatz aufweist – das Bewertungsgutachten von [redacted] geht von einer durchschnittlichen Volumensteigerung von 5,7 % p.a. aus. Auch dies erhellt, dass die Digitalisierung zu Effizienzsteigerungen führt, was aber keine niedrigeren Personalkosten als in der Planung angesetzt rechtfertigt.

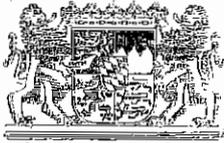
- (b) Der Anstieg der Lohnkosten von 2,5 % p.a. muss als plausibel eingestuft werden, selbst wenn die Gesellschaft in den vergangenen Jahren einen durchschnittlichen Anstieg der Lohnkosten um etwa 2 % zu verzeichnen hatte. Die in der Planung angesetzten höheren Lohn- und Gehaltssteigerungen beruhen vor allem darauf, dass die Gesellschaft mit Sitz in Ebersberg und damit im Einzugsbereich von München bei der Lohn- und Gehaltsentwicklung hinter ihren Wettbewerbern zurückblieb. Daher muss über die Lohnentwicklung ein Anreiz geschaffen werden,



um qualifiziertes Personal zu gewinnen. Zudem kann angesichts der für die Jahre 2017 erwarteten flächendeckenden Gehaltssteigerungen zwischen 2,9 % und 3 % auch nicht davon ausgegangen werden, dass ein geplanter Anstieg von 2,5 % auch für 2017 als zu hoch zu bezeichnen ist. Ebenso kann nicht gänzlich unberücksichtigt bleiben, dass im Terminal Value ohnehin von einem geringeren Wachstum auch der Personalkosten von lediglich 1 % ausgegangen wird.

- (c) Die bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen eingeflossenen Aufwendungen für die betrieblich genutzten Immobilien flossen sachgerecht in die Ertragswertermittlung ein. Die für das Immobilienleasing angesetzten Kosten beruhen auf dem abgeschlossenen Leasingvertrag. Dabei kann insbesondere nicht davon ausgegangen werden, allein aus dem Umstand dieser im Vergleich zum Mietniveau in der Umgebung niedrigeren Mieten müsse sich eine fehlerhafte Berücksichtigung ergeben. Das niedrigere Mietniveau hat seine Ursache nämlich in dem ausgegebenen Mieterdarlehen. Die Auswechslung der bisherigen Leasingkosten für die von der Gesellschaft genutzte Immobilie gegen eine dann von der Antragsgegnerin zu errichtende Miete wurde sachgerecht berücksichtigt.

verwies in diesem Zusammenhang auch auf die geplante Entwicklung der Mietaufwendungen. Aufgrund des Immobilienleasingvertrages wurde eine leicht rückläufige jährliche Miete angenommen, die dann aber durch das Mieterdarlehen ersetzt wird, was wie eine Annuität wirkt. Dabei wurde angesetzt, was als Cash-Outflow angesehen wird. Dies floss dann periodengerecht in die Planung bis zum Jahr 2020 ein. Das laut Leasingvertrag zu gewährende Darlehen an den Vermieter wurde sachgerecht im Cash Flow abgebildet. Der Rückfluss der Mittel an die MWG Biotech wurde mit Ende 2020 zum frühest mögli-



chen Zeitpunkt unterstellt, was zu einer Erhöhung der ausschüttungsfähigen Anteile führt, die im Vergleich zum Vorjahr um rund € 2,2 Mio. höher lagen und im Jahre 2021 um in etwa dem selben Betrag wieder sinken. Daraus wird dann aber auch deutlich, dass die Kaufoption mit ihren Folgen in die Planung eingeflossen sein muss. Da die Immobilie zur Produktion notwendig ist, waren die entsprechenden Aufwendungen unmittelbar bei der Ermittlung des Ertragswertes zu berücksichtigen.

- (d) Die angesetzten Abschreibungen im Planungszeitraum zwischen € 120.000,-- und € 260.000,-- beruhen auf der Investitionsplanung der Gesellschaft. In den Jahren 2017/2018 soll danach die neue Synthesetechnologie implementiert werden, die entsprechende Investitionen erfordert und damit naturgemäß höhere Abschreibungen nach sich zieht. Die Notwendigkeit von Investitionen besteht auch deshalb, weil es in den Jahren 2019/2020 nach den durch den Abfindungsprüfer vermittelten Erkenntnissen keinen Service mehr geben wird. Im Jahr 2022 plant die Gesellschaft ein Reinvest angesichts einer Lebensdauer der Maschinen von rund vier bis fünf Jahren. Danach werden die Abschreibungen wieder leicht abnehmen. Auch für die neuen Maschinen benötigt die Gesellschaft entsprechende Wartung, was sich insbesondere auch aus der starken Digitalisierung der Produktionsprozesse erklärt. Deshalb muss die MWG Biotech auch entsprechende Wartungsverträge abschließen, was wiederum mit entsprechendem Aufwand verbunden ist.
- (4) Aus den Annahmen zur Finanzierung und Thesaurierung lässt sich kein höherer Unternehmenswert ableiten.



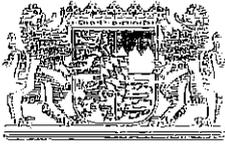
- (a) Die Thesaurierung zum 31.12. eines Planjahres ohne Durchschnittsbildung zum 30.6. muss als sachgerecht bezeichnet werden. Entscheidend ist dabei, dass dem Aktionär im laufenden Geschäftsjahr nach den Wertungen des Aktiengesetzes keinerlei Überschüsse zufließen. Über die Verwendung des Bilanzgewinns entscheidet aufgrund von § 174 Abs. 1 AktG unter Bindung an den festgestellten Jahresabschluss die Hauptversammlung; dies bedeutet aber, dass über eine Ausschüttung erst im darauffolgenden Geschäftsjahr entschieden wird. Dann aber hat eine Durchschnittsbildung zum 30.6. des laufenden Geschäftsjahres zu unterbleiben, um nicht gegen den Grundgedanken des § 174 AktG zu verstoßen (vgl. LG München I, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13). Doch selbst wenn dem nicht zu folgen sein sollte, wären die Auswirkungen auf den Ertragswert und damit die Barabfindung marginal, weil damit lediglich eine Phasenverschiebung verbunden wäre.
- (b) Der Ansatz eines Finanzbedarfs für Investitionen in Höhe von € 51.000,-- im Terminal Value erfolgte sachgerecht. Die im nachhaltigen Ergebnis angesetzte Thesaurierung in dieser Höhe berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt



ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; auch Dörschell/Franken/Schulte, *Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung*, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, dadurch werde der Effekt des Wachstumsabschlages rückgängig gemacht. Es ist nämlich eine differenzierende Betrachtungsweise erforderlich. Die Erfassung von thesaurierungsbedingtem Wachstum erfolgt in der Phase des Terminal Value zum einen zur Abbildung des preisbedingten Wachstums in Form des Wachstumsabschlages und zum anderen zur Berücksichtigung des durch die Thesaurierung generierten Mengenwachstums durch eine nominale Zurechnung des über die Finanzierung des preisbedingten Wachstums hinausgehenden Thesaurierungsbeitrages (vgl. Schieszl/Bachmann/Amann in: Peemöller, *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, a.a.O., S. 706). Damit aber hat der Wachstumsabschlag eine andere Funktion als der Ansatz des thesaurierungsbedingten Wachstums. Dabei müssen Investitionen in der Ewigen Rente höher sein als die Abschreibungen, weil auch das Anlagevermögen im Terminal Value wächst und es ohne Finanzierung auf dem Niveau des letzten Jahres der Detailplanungsphase verharren würde.

- (c) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz einer Thesaurierungsquote von 50 % im Terminal Value, auch wenn diese in der Detailplanungsphase bei einer Ausschüttungsquote von lediglich 20 % deutlich höher lag. Die Ausschüttungsquote in Phase I beruht



auf der Unternehmensplanung der Gesellschaft, wohingegen in der Ewigen Rente entsprechende Planungen der Organe gerade nicht mehr vorliegen. Angesichts dessen ist es sachgerecht, auf den Durchschnitt der Marktteilnehmer abzustellen (vgl. OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 13671/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15).

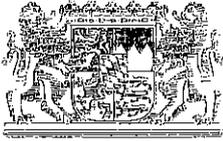
- (d) Gegen das Heranziehen eines Steuersatzes von 13,1875 % – also des hälftigen Steuersatzes zuzüglich des Solidaritätszuschlags – auf die Wertbeiträge aus Thesaurierung bestehen keine Bedenken. Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierte Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im



Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511 f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13, S. 5; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/16; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich und rechtlich unbedenklich.

- (e) Die Planbilanz der Gesellschaft zeigt namentlich den Finanzbedarf für die Veränderungen des Working Capital auf. Dabei bezieht sich die Finanzierungstätigkeit auf die ebenfalls abgebildete Rückzahlung eines Mieterdarlehens, weshalb insofern eine sachgerechte Darstellung in den Planbilanzen angenommen werden muss.



- (5) Synergieeffekte flossen in einer der Sach- und Rechtslage entsprechenden Art und Weise in die Ermittlung des Ertragswerts ein. Bei der Ermittlung des Ertragswerts im Zusammenhang mit aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen finden angesichts des grundlegenden Stand alone-Prinzips nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können. (vgl. OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 745 f. = AG 2000, 428, 429; AG 2011, 420; BayObIG AG 1996, 127, 128; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 9122/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Zeidler in: Semler/Stengel, UmwG, 3. Aufl., § 9 Rdn. 47). Gegen diese Grundsätze wurde nicht verstoßen.

In der Planung der Gesellschaft kam es zu einer Reduktion der künftigen Konzernumlage gegenüber dem Ist-Zustand, wobei die Kostenumlage als Folge der bereits zum Stichtag der Hauptversammlung am 13.12.2016 vorhandenen Abhängigkeit vom Konzern zu sehen ist. Weiterhin war hier der Bereich National Support Services zu berücksichtigen, in dem eine Marge für die Gesellschaft bleibt und die Vertriebstätigkeit namentlich für |
getätigt wird.

- (6) Im Terminal Value konnte ausgehend vom letzten Planjahr ein Wachstum der einzelnen Posten von jeweils 1 % angenommen werden. Zur Begründung dieses Ansatzes von 1 % wird auf die nachfolgenden Ausführungen unter II. 1. b. (3) verwiesen. Die angesetzten Margen bedürfen, auch wenn sie sich rückläufig entwickeln, keiner Korrektur, nachdem sie aus den plausiblen Planannahmen rechnerisch abgeleitet werden. Nachdem die Gesellschaft aus den oben dargelegten Gründen am allgemeinen Marktwachstum mit durchschnittlichen Wachstumsraten von 6,8 % entsprechend der herange-



zogenen Marktstudie nicht teilhaben kann, kann auch die für die Ewige Rente herangezogene EBIT-Marge kein höheres Ergebnis angesetzt werden.

Angesichts dessen berechnen sich die zu kapitalisierenden Überschüsse der MWG Biotech AG zum bewertungstechnischen Stichtag am 31.12.2015 folgendermaßen:

	Hochr.					
	2016	2017	2018	2019	2020	2021
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	11.547	11.605	11.953	12.252	12.497	12.684
Wachstum in %	-7,9%	0,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%
Umsatzerlöse Dritte	5.824	5.853	6.029	6.179	6.303	6.397
Wachstum in %	-22,3%	0,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%
Umsatzerlöse	5.723	5.752	5.924	6.072	6.194	6.287
Wachstum in %	13,5%	0,5%	3,0%	2,5%	2,0%	1,5%
Materialaufwand	-2.027	-2.100	-2.246	-2.375	-2.486	-2.562
Rohertrag	9.520	9.504	9.707	9.876	10.011	10.122
National Support Services	3.698	3.722	3.940	3.980	4.123	4.227
Personalaufwand	-6.743	-7.005	-7.244	-7.372	-7.635	-7.824
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-3.879	-3.833	-3.935	-3.856	-3.911	-4.039
Sonstige direkt variable Kosten	-963	-974	-989	-1.004	-1.019	-1.034
Direkte Fixkosten und indirekte Kosten	-1.977	-1.910	-1.986	-1.870	-1.892	-1.989
ISS und EGFM Gebühren	-939	-948	-960	-982	-1.001	-1.016
Sonstige Erträge und Aufwendungen	138	139	142	144	146	148
Außerordentliche Erträge und Aufwendungen	-3	0	0	0	0	0
EBITDA	2.731	2.528	2.609	2.772	2.734	2.634
Abschreibungen	-1.101	-1.221	-1.296	-1.353	-1.370	-1.386
EBIT	1.630	1.306	1.312	1.419	1.364	1.247
Zinsergebnis	56	67	59	50	41	0
EBT	1.685	1.374	1.372	1.469	1.406	1.247
Steuern	-76	-41	-41	-52	-45	-27



EAT	1.609	1.333	1.331	1.417	1.361	1.221
Finanzbedarf Nettoinvestitionstätigkeit	-115	-468	-200	40	240	240
Finanzbedarf WC-Veränderung	-67	42	26	21	27	15
Finanzierungstätigkeit	-460	32	24	15	2.147	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	967	939	1.161	1.493	3.775	1.476

	2022	2023	2024	2025	TV
	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR	TEUR
Umsatzerlöse	12.874	13.035	13.198	13.363	13.497
Wachstum in %	1,5%	1,2%	1,3%	1,3%	1,0%
Umsatzerlöse Dritte	6.493	6.575	6.657	6.740	6.807
Wachstum in %	1,5%	1,2%	1,3%	1,3%	1,0%
Umsatzerlöse	6.381	6.461	6.542	6.623	6.690
Wachstum in %	1,5%	1,2%	1,2%	1,3%	1,0%
Materialaufwand	-2.627	-2.681	-2.728	-2.762	-2.790
Rohertrag	10.247	10.355	10.470	10.601	10.707
National Support Services	4.380	4.490	4.653	4.770	4.818
Personalaufwand	-8.102	-8.303	-8.598	-8.811	-8.899
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-4.099	-4.158	-4.218	-4.279	-4.322
Sonstige direkt variable Kosten	-1.050	-1.065	-1.081	-1.098	-1.109
Direkte Fixkosten und indirekte Kosten	-2.019	-2.048	-2.079	-2.109	-2.131
ISS und EGFm Gebühren	-1.031	-1.044	-1.058	-1.072	-1.082
Sonstige Erträge und Aufwendungen	150	153	155	157	159
Außerordentliche Erträge und Aufwendungen	0	0	0	0	0
EBITDA	2.576	2.536	2.462	2.438	2.463
Abschreibungen	-1.413	-1.437	-1.457	-1.475	-1.454
EBIT	1.163	1.099	1.004	963	1.008
Zinsergebnis	0	0	0	0	0
EBT	1.163	1.099	1.004	963	1.008
Steuern	-17	-10	-1	0	-53
EAT	1.145	1.089	1.004	963	955
Finanzbedarf Nettoinvestitionstätigkeit	-397	-175	43	259	-51
Finanzbedarf WC-Veränderung	13	8	9	-3	6



Finanzierungstätigkeit	0	0	0	0	0
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	761	922	1.055	1.219	911

- b. Der Wert der so ermittelten 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.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.

- (1) Der Basiszinssatz war dabei unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 0,8 % vor Steuern und 0,59 % nach Steuern festzusetzen.

- (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kredit-



ausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf AG 2018, 399, 402 f.; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit der von der



Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Auf dieser Grundlage errechnet sich dann ein Basiszinssatz von 0,8 % vor Steuern.

- (b) Dem kann nicht entgegengehalten werden, es sei in der Vergangenheit wiederholt zu Staatspleiten gekommen. Dieser Umstand spricht nicht gegen die Annahme, bei den von der Bundesrepublik Deutschland emittierten Staatsanleihen handele es sich um sichere oder quasi-sichere Wertpapiere. Dabei muss insbesondere beachtet werden, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 26513/11). Aus diesem Grund geht die Kammer auch in ständiger Rechtsprechung davon aus, die Existenz von Credit



Default Swaps in Bezug auf Staatsleihen der Bundesrepublik Deutschland rechtfertigt keine Erhöhung des Basiszinssatzes.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und in den Jahren der Detailplanungsphase wie in der Ewigen Rente auf maximal 4,25 % nach Steuern festzusetzen ist.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).



- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.
- (aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).



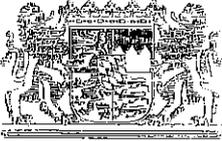
(bb) Die Kammer vermag indes der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzel-



nen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; LG München I AG 2016, 95, 99; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berück-



sichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).

- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).
- (b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlages ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.
- (aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolo-



sen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen (a.A. OLG Frankfurt AG 2017, 790, 793 f. = Der Konzern 2018, 74, 78).

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzuschätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen



WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; ebenso und ausführlich zur Problematik Knoll WiSt 2016, 248 ff.; auch Zeidler/Tschöpel/Bertram CF 2014, 70, 72 f.). Auch die Tatsache, dass im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank für April 2016 im Zusammenhang mit Bewertungskennzahlen für den deutschen Aktienmarkt auf die impliziten Eigenkapitalkosten abgestellt wird und diese im Rahmen eines Dividendenbarwertmodells herangezogen werden, ändert nichts an den hier geäußerten Bedenken gegen den Ansatz der impliziten Marktrisikoprämie und deren Ableitung aus Analystenschätzungen, die eben den Blick „nur“ von außen auf ein Unternehmen haben und vielfach auch interessengeleitet sind. Vor allem aber weist der Beitrag im Monatsbericht der Deutschen Bundesbank



04/2016 selbst darauf hin, dass die Beantwortung der Frage nach einem gerechtfertigten Bewertungsniveau nicht im Rahmen des Dividendenbarwertmodells allein erfolgen könne. Auch wird ausgeführt, dass es immer wieder auch Perioden gebe, in denen die Aktienrisikoprämie und die impliziten Eigenkapitalkosten sich nicht parallel entwickelten. So wird gerade auch auf den Sommer 2014 verwiesen, ab dem zwar die impliziten Aktienrisikoprämien, nicht aber die Risikoindikatoren stiegen. Auch in der zweiten Jahreshälfte 2010 kam es nach diesem Bericht zu einem starken Anstieg der Aktienrisikoprämie als auch der Eigenkapitalkosten, ohne dass andere Risikoindikatoren reagiert hätten.

Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch



nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.



Der Ansatz eines Wertes von 5,5 % nach Steuern für die Marktrisikoprämie, wie dies im Bewertungsgutachten und im Prüfungsbericht angenommen wurde, kann auch aus einem anderen Grund nicht als zwingend und angemessen bezeichnet werden. In anderen Untersuchungen wurde nämlich abgeleitet, dass es infolge der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise nicht zu einem deutlichen Anstieg der Marktrisikoprämie kam. Zwei Prüfungsberichte der

für Zeitpunkte bereits vor dem hier maßgeblichen Stichtag (z.B. im Rahmen des Squeeze out bei zum Stichtag 5.6.2013) sprechen eher gegen eine konstant reale Aktienrendite, nachdem diese Berichte zu der Feststellung gelangen, es gebe lediglich eine marginale Erhöhung des durchschnittlichen Wertes gegenüber den 2003 endenden Zeitreihen aus der Stehle-Studie und folglich auch keine Anhaltspunkte für eine signifikant gestiegene Marktrisikoprämie. Allerdings ist nicht zu verkennen, dass die Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise auf die Marktrisikoprämie erst ex post nach deren Ende und letztlich auch nach dem Ende der auch zum Bewertungsstichtag andauernden expansiven Geldpolitik der Europäischen Zentralbank gewertet werden können. In die gleiche Richtung geht eine anhand des von Datastream bereit gestellten Index „World DS-Market“ aus dem Zeitraum von 1974 bis 2014 eine globale Marktrisikoprämie aus Sicht eines inländischen Investors von 4,55 % (vgl. Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 251). Allerdings ist in diesem Zusammenhang nicht zu verkennen, dass dieser Ansatz auch Währungsrisiken beinhaltet und somit ebenfalls nicht zwingend für die Ablei-



tung der Marktrisikoprämie herangezogen werden kann; zudem wird nicht klar herausgestellt, inwieweit es sich dabei um einen Ansatz vor oder nach Steuern handelt, auch wenn mehr für die Annahme eines Nach-Steuerwertes sprechen dürfte.

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 % , die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15). Andererseits kann nicht verkannt werden, dass die in diesem Zusammenhang vielfach angestellten Überlegungen in Zeiten sinkender Basiszinssätze der Ansatz zumindest einer leicht ansteigenden Marktrisikoprämie nicht von der Hand zu weisen ist. Auch unter Berücksichtigung der in anderen Spruchverfahren gewonnenen Erkenntnisse sieht die Kammer eine Marktrisikoprämie von 5 % als angemessen an. Solange die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion andauert, kann die Marktrisikoprämie stets nur eine mit Zweifeln behaftete, auf § 287 Abs. 2 ZPO gestützte Schätzung sein (vgl. BGHZ 207, 114, 133 f. = NZG 2016, 139, 144 = AG 2016, 135, 142 = ZIP 2016, 110, 116 = WM 2016, 157, 163 = Der Konzern 2016, 88, 94 = DStR 2016, 424, 428 = NJW-RR 2016, 231, 237; OLG Düssel-



dorf AG 2018, 399, 403). Da die Auswirkungen des niedrigen Basiszinssatzes auf die Höhe der Marktrisikoprämie nach wie vor ungeklärt sind, was sich gerade auch anhand unterschiedlicher Auswertungen und Aussagen über die Entwicklung der Marktrisikoprämie zeigt, sieht es die Kammer auch deshalb als sachgerecht an, auf den Schnittbereich der Empfehlungen des FAUB des IDW abzustellen und nicht ausschließlich den Mittelwert der jüngeren Empfehlung heranzuziehen.

Diesem Ergebnis können namentlich nicht die Erwägungen aus dem Gesetzgebungsverfahren zur Neufassung des Erbschaftsteuergesetzes entgegen gehalten werden, in dessen Verlaufe es zu einer Änderung des für das vereinfachte Ertragswertverfahren geltenden Vorschrift des § 203 BewG gekommen ist. Eine unmittelbare Übernahme der Regelung aus § 203 Abs. 1 BewG kann nicht vorgenommen werden, weil die Bewertungsanlässe zu unterschiedlich sind. Das Bewertungsgesetz zielt auf eine standardisierende Bewertung von Unternehmen für Zwecke der Erbschaft- und Schenkungsteuer und kann deshalb auch auf vereinfachende Bewertungsparameter zurückzugreifen. Demgegenüber ist das Ertragswertverfahren gerade bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie beispielsweise einem Squeeze out darauf gerichtet, im Einzelfall den zutreffenden Unternehmenswert zu ermitteln, der auch den verfassungsrechtlichen Anforderungen aus Art. 14 Abs. 1 GG an eine volle Kompensation der von einer derartigen Maßnahme betroffenen Minderheitsaktionäre genügen muss. Daher ist aus dem Kapitalisierungsfaktor von 13,75 % in § 203 BewG kein zwingender Rückschluss auf eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zu ziehen. Auch der Ansatz einer Marktrisikoprämie

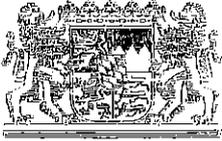


von 5 % nach Steuern entfernt sich nicht in einer nicht hinnehmbaren Weise von den Überlegungen des Gesetzgebers zur Marktrisikoprämie, zumal der Finanzausschuss des Deutschen Bundestages kein erhöhtes Investitionsrisiko bei Unternehmen aufgrund der Niedrigzinsphase annahm (vgl. insgesamt zu § 203 BewG n. F. BT-Drucks. 18/8911 S. 47).

Ebenso wenig kann diesem Ansatz das von einigen Antragstellern zitierte Sachverständigengutachten von

1 aus einem anderen, beim Landgericht Hannover geführten Verfahren entgegengehalten werden, das der Kammer aus einer Reihe anderer Spruchverfahren bekannt ist. Die grundlegenden Werte der Stehle-Studie des Jahres 2004 werden dort nicht infrage gestellt. Allerdings sieht 1 die Notwendigkeit, einen anderen Anlagehorizont mit einer Umschichtung des Anlageportfolios in einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren als Basis des von ihm ermittelten Wertes von 3 %, der dann um 1 bis 2 Prozentpunkte unter dem Wert der Stehle-Studie liegt. Dabei verweist er aber im Folgenden auf weitere Aspekte, die wiederum zu einer Erhöhung der Marktrisikoprämie führen sollen, ohne diese dann allerdings hinreichend exakt zu beziffern. Weiterhin muss berücksichtigt werden, dass sich die Ausführungen von 1 auf einen Stichtag am 24.2.2009 bezogen haben, während die hier zu beurteilende Hauptversammlung am 30.3.2016, also mehr als sieben Jahre später stattfand, mithin zu einem Zeitpunkt, als sich vor allem das Niveau des Basiszinssatzes sehr deutlich nach unten bewegt hatte.

1 weist selbst darauf hin, es sei fraglich, ob zu diesem Stichtag eine Erhöhung der Marktrisikoprämie wegen der Unsi-



cherheiten der Finanzkrise bereits in vollem Umfang eingepreist war. Er verweist zudem auf eine erhöhte Risikoaversion der Marktteilnehmer in Zeiten der Krise, die sich in einer erhöhten Marktrisikoprämie auswirken kann. Angesichts dessen können die Erkenntnisse von

nicht ohne Weiteres auf das hiesige Verfahren übertragen werden.

- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen des (Tax-)CAPM herangezogene Beta-Faktor konnte und musste vorliegend mit Hilfe einer Peer Group abgeleitet werden, weil die Aktien der MWG Biotech AG infolge des Delisting seit dem Ende der Börsennotiz am 12.8.2009 nicht mehr börsennotiert ist. Die Berücksichtigung des originären Beta-Faktor, wie er sich vor dem mehr als sieben Jahre zurückliegenden Delisting dargestellt hat, würde gegen das Stichtagsprinzip verstoßen. Abgesehen davon wies die Antragsgegnerin zutreffend darauf hin, dass die Kammer im Rahmen des Spruchverfahrens über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag das originäre Beta bereits als nicht aussagefähig eingestuft hat und damals ebenfalls den Beta-Faktor mittels einer Peer Group ermittelte.

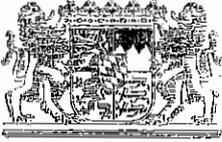
Der über eine Peer Group abzuleitende Beta-Faktor ergab über die vom Prüfer herangezogene Peer Group einen Wert von 0,9 unverschuldet, wobei dieser Wert angesichts des Fehlens von Finanzverbindlichkeiten maßgeblich ist, weil das Relevern, über das das Kapitalstrukturrisiko abgebildet wird, vorliegend unterbleiben kann.

Unmittelbar mit der MWG Biotech AG vergleichbare Unternehmen, die börsennotiert sind, konnten nicht identifi-



ziert werden. Angesichts dessen sind Unternehmen aus derselben Branche heranzuziehen, wobei dann maßgeblich sein muss, inwieweit sich das Produktportfolio, die Absatzmärkte und die Risikostruktur im Einzelnen vergleichen lassen oder nicht (vgl. Franken/Schulte/Brunner/Dörschel, Kapitalkosten und Multiplikatoren für die Unternehmensbewertung – Unternehmens- und Branchenanalyse 2016/2017, 4. Aufl., S. 416).

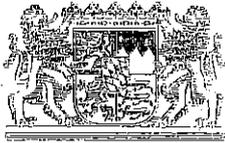
Agilent Technologies, Inc. konnte in die Peer Group einbezogen werden, weil dieses Unternehmen entsprechend den von I vermittelten Erkenntnissen Genomics und Oligonukleotide herstellt und mit diesem Geschäftsfeld einen Umsatz von etwa € 700 Mio. erwirtschaftet, was 15 bis 20 % des gesamten Jahresumsatzes darstellt. Nicht unberücksichtigt bleiben kann dabei auch, dass Thermo Fisher Scientific, Inc. – ein taugliches Vergleichsunternehmen – Agilent Technologies, Inc. als Wettbewerber einstuft. Keine grundlegenden Bedenken bestehen auch gegen die Aufnahme von Illumina, Inc. in die Peer Group. Auch wenn dieses Unternehmen kein Dienstleister, sondern Hersteller von Sequenzierautomaten ist, konnte es berücksichtigt werden. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass es als Hersteller ein unverzichtbarer Teil in der Wertschöpfungskette ist und vielfach Labore ebenso wie bei der MWG Biotech AG Abnehmer sind. Ein Abstellen ausschließlich auf die Muttergesellschaft ist nicht gerechtfertigt, weil angesichts der Vielfalt der Aktivitäten der Tätigkeitsbereich der MWG Biotech AG nur einen kleinen Teil des gesamten Spektrums ausmacht, mit dem die Muttergesellschaft die Märkte bedient.



Die Aktien der in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen müssen als hinreichend liquide bezeichnet werden. Hierfür sprechen namentlich die niedrigen Bid-Ask-Spreads, die deutlich unter dem Grenzwert liegen, der vielfach bei Werten zwischen 1 und maximal 1,25 % gezogen wird. Werden Aktien sehr häufig gehandelt, nähern sich der Geldkurs und der Briefkurs sehr stark an, weshalb geringe Bid-Ask-Spreads für eine sehr hohe Liquidität der Aktien sprechen. Bei Thermo Fisher Scientific Inc., Agilent Technologies, Inc. sowie Illumina, Inc. bildeten sich gar keine Bid-Ask-Spreads, während sie bei

je nach Betrachtungszeitraum von zwei oder fünf Jahren bei 0,2 % bzw. 0,3 % und bei VWR Corp. jeweils bei 0,1 % lagen. Auch das Bestimmtheitsmaß R^2 spricht für eine hinreichende Belastbarkeit der historischen Beta-Faktoren der in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen. Dieses Bestimmtheitsmaß als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex macht deutlich, in welchem Umfang das Risiko einer Aktie durch Marktfaktoren bestimmt wird. Zwar bestehen nicht unerhebliche Bedenken, bei dem Bestimmtheitsmaß von 0,08 ein hinreichendes Signifikanzniveau anzunehmen, nachdem dann nur 8 % des Risikos der Aktie durch Markterwartungen bestimmt werden. Andererseits wies

auch darauf hin, dass bei einem zweijährigen Referenzzeitraum das Bestimmtheitsmaß R^2 mit 0,15 bereits über dem kritischen Wert von 0,1 lag, ab dem vielfach von einer hinreichenden Signifikanz und damit der Belastbarkeit historischer Beta-Faktoren ausgegangen wird. Bei den vier anderen Gesellschaften mit Werten je nach Betrachtungszeitraum zwischen 0,16 und 0,38 bei fünf Jahren sowie zwischen 0,29 und 0,63 bei zwei Jahren ist von ent-



sprechender Signifikanz auszugehen. Auch wenn mit guten Gründen vertreten wird, bei der Ermittlung des Beta-Faktors und dessen Aussagekraft solle nicht ausschließlich auf das Bestimmtheitsmaß R^2 abgestellt werden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 532), so muss es jedenfalls in der hier gegebenen Konstellation im Zusammenspiel mit niedrigen Bid-Ask-Spreads als deutliches Indiz dafür gesehen werden, dass die Beta-Faktoren der Peer Group-Unternehmen aussagekräftig sind.

Der so von den Bewertungsgutachtern von [redacted] und vom Abfindungsprüfer I [redacted] ermittelte Beta-Faktor weicht nur unwesentlich von demjenigen ab, den die Kammer in dem vorangegangenen Spruchverfahren im Zusammenhang mit dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit 0,85 angenommen hatte, wobei sich die damalige Peer Group, die der dortige Sachverständige

[redacted] herangezogen hatte, zum Teil unterschied. Die Abweichung von lediglich 0,05 zeigt jedoch, dass auch hier die Peer Group nicht fehlerhaft zusammengesetzt ist, nachdem I [redacted] der auch Prüfer im Rahmen des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages war, damals ebenfalls einen Beta-Faktor von 0,9 als angemessen angesehen hatte. Eine signifikante Veränderung der Risikostruktur der MWG Biotech AG zwischen den beiden Stichtagen konnte er nicht erkennen, wobei er zur Begründung insbesondere auf die Peer Group-Analyse verwies.



Die Zusammensetzung der Peer Group kann namentlich auch nicht mit dem Argument in Frage gestellt werden, es sei widersprüchlich, bei der Planungsanalyse einerseits auf gesättigte Märkte in Europa zu verweisen, andererseits aber dann in erster Linie auf US-amerikanische Unternehmen abzustellen. Diese Argumentation berücksichtigt nämlich nicht hinreichend, dass Thermo Fisher Scientific, Inc. als globales Unternehmen ebenfalls auf europäischen Absatzmärkten tätig ist und andererseits Scientific SE nicht nur in Europa seine Produkte absetzt. Abgesehen davon zeigen die unverschuldeten Beta-Faktoren der in den USA ansässigen Unternehmen keinen einheitlichen Trend dergestalt, dass mit ihrer operativen Tätigkeit automatisch auch ein höheres Risiko verbunden wäre. Deren Beta-Faktoren liegen nämlich zum Teil über und zum Teil unter dem Durchschnitt der Peer Group-Unternehmen.

Die Merck KGaA war nicht in die Peer Group aufzunehmen, auch wenn sie Sigma Aldrich – ein vom Sachverständigen im Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5HK O 4736/11 über den Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag noch als vergleichbar angesehenes Unternehmen – übernommen hatte. Ungeachtet dessen stellt sich die Merck KGaA entsprechend den Aussagen des Abfindungsprüfers nach wie vor als Pharma-Unternehmen dar. Angesichts der Größenverhältnisse der beiden Unternehmen – die Merck KGaA erzielte im Jahr vor der Übernahme etwa das Fünf-fache an Umsatz im Vergleich zu Sigma Aldrich – kann die Übernahme des deutlich kleineren Unternehmens die Risikostruktur der Merck KGaA nicht so beeinflussen, als dass dieses Unternehmen mit der MWG Biotech AG verglichen werden



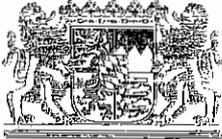
könnte; der Pharmabereich bleibt prägend für die Merck KGaA.

Bei Eliminierung von Agilent Technologies, Inc. aus der Peer Group mit einem vergleichsweise überdurchschnittlichen Risiko käme man zu einem Beta-Faktor von rund 0,85 – also einem Wert, wie er in dem vorangegangenen Spruchverfahren von der Kammer angenommen wurde. Ein niedrigerer Beta-Faktor ist angesichts dessen nicht mehr abzuleiten.

- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken. Das operative Risiko der Gesellschaft muss als leicht über dem Marktdurchschnitt eingestuft werden, das üblicherweise entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit 0,8 bemessen wird.

Da die Kundenbasis der Gesellschaft jedenfalls zu einem nicht völlig zu vernachlässigenden Teil in der pharmazeutischen Industrie, aber auch in der Biotechnologie sowie anderen Industriezweigen zu suchen ist, die typischerweise stärker konjunkturellen Risiken unterliegen, ist der Geschäftszweig der Gesellschaft zum Teil auch konjunkturabhängig. Der größere Teil der Kundenbasis besteht zwar in Forschungseinrichtungen und dem universitären Bereich, wo die Abhängigkeit von konjunkturellen Einflüssen geringer ist, auch wenn sie mit Blick auf die Herkunft der zum Ausgeben zur Verfügung stehenden Mitteln aus Steuergeldern nicht gänzlich zu vernachlässigen ist. Sinkende Steuereinnahmen wirken sich auch auf die Finanzierung von Forschungsprojekten negativ aus.

Die Anwendung der Produkte der MWG Biotech AG in unterschiedlichen Bereichen und die damit verbundene Diversifizie-



nung wirkt sich zwar eher risikomindernd aus. Doch muss andererseits gesehen werden, dass der Markt gerade für Oligonukleotide einem hohen Wettbewerbs- und vor allem Preisdruck unterliegt, worauf wiederholt hingewiesen hat. Dadurch entsteht zum einen eine erhebliche Unsicherheit bezüglich der erzielbaren Absatzpreise und darauf aufbauend auch bezüglich der zu realisierenden Margen. Bereits in der Vergangenheit gingen die Absatzpreise zurück – daher stiegen die Umsatzerlöse bei gleichzeitig sinkenden Margen nur leicht an. Zum anderen resultiert ein weiteres nicht zu vernachlässigendes Risiko aus den Preiskämpfen, die zu Preisanpassungen nach unten führen können, was auch für die Kunden in öffentlichen Einrichtungen von Bedeutung sein kann, nachdem diese infolge der bestehenden Ausschreibungspflichten vielfach den günstigsten Lieferanten auswählen müssen.

Ungeachtet der hohen Liquidität ist das operative Risiko leicht überdurchschnittlich, das sich aber infolge der günstigen Finanzierungsstruktur ohne Finanzverbindlichkeiten dann aber in Relation zum Gesamtmarkt einschließlich der Berücksichtigung der Kapitalstrukturrisiken als leicht unterdurchschnittlich darstellt.

- (3) Der mit 1 % im Terminal Value angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.
 - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzuset-



zenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; AG 2018, 359, 404; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden (so auch ausdrücklich OLG Düsseldorf AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 134). Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

Im Zeitraum ab 2026 ff. kann nicht davon ausgegangen werden, die Gesellschaft werde in der Lage sein, dauerhaft ein Wachstum nur in Höhe der erwarteten allgemeinen Inflationsrate zu erwirtschaften. Der Abfindungsprüfer wies darauf hin, dass die Gesellschaft bereits in der Vergangenheit nicht in der Lage war, Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten in



vollem Umfang auf ihre Abnehmer abzuwälzen. Angesichts der auch oben bereits geschilderten Marktbedingungen ist nicht zu erwarten, dass sich an dieser Tatsache etwas ändern wird.

verwies auf den Preisdruck, dem die Gesellschaft ausgesetzt ist. Auf der Beschaffungsseite dagegen ist die Marktmacht der Verkäufer vor allem aus dem Bereich der Feinchemie stärker als die der Käufer, zu denen auch die MWG Biotech AG gehört. Daraus ist dann aber die Schlussfolgerung zu ziehen, dass ein höheres Wachstum nicht zu erreichen ist, wie sich die Gesellschaft am Markt behaupten.

- (b) Dem kann nicht entgegengehalten 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. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Der



Unternehmenswert der Gesellschaft bildet dabei auch das thesaurierungsbedingte Wachstum durch die fiktive Hinzurechnung der Wertbeiträge aus Thesaurierung.

Neuere Studien aus der Literatur rechtfertigen keine andere Beurteilung, wie der Kammer aus mehreren anderen Verfahren überzeugend dargestellt wurde, in denen insbesondere auch als gerichtlich bestellter Sachverständiger Stellung zu der von ihm erstellten Studie nahm. Diese Studie von ¹ (BewP 2011, 24) führt nicht zu einer abweichenden Beurteilung, auch wenn er die Kerngrößen zur Ermittlung des Wachstumsabschlages – Bruttoinlandsprodukt, Inflationsrate und Gewinnwachstum der Unternehmen – zusammenfasst. Dabei lag das Gewinnwachstum der Unternehmen in Deutschland von 1992 bis 2009 bei 2,4 % und damit über der Inflationsrate von 1,9 %. Der Wachstumsabschlag von 1 % spiegelt dabei aber nicht das Gesamtwachstum der erzielbaren Überschüsse wider. Dieses ist vielmehr unter Einbeziehung des (impliziten) thesaurierungsbedingten Wachstums zu ermitteln, das – wie oben ausgeführt – nach Hinzurechnung des thesaurierungsbedingten Wachstum deutlich höher liegt.

Ebenso wenig führt eine Dissertation von Bork zu abweichenden Erkenntnissen. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Ar-



beit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Etwas anderes lässt sich nicht aus einer Untersuchung von Schüler/Lampenius ableiten, die in Auswertung von 134 Bewertungsgutachten aus dem Zeitraum zwischen 1985 und 2003 zu dem Ergebnis gelangte, für zwei von drei denkbaren Inflations-schätzern sei ein negatives Realwachstum festgestellt worden. Diese Untersuchung rechtfertigt vor allem deshalb kein anderes Ergebnis, weil die Datengrundlage mit dem Ansatz des Verbraucherpreisindex in Deutschland bzw. den Schätzungen der Deutschen Bundesbank nicht zu überzeugen vermag. Wesentlich müssen nämlich – wie bereits ausgeführt – die Preissteigerungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen sein. Aus demselben Grund überzeugt auch nicht die Annahme von , eine unvollständige Überwälzung der Inflation stehe in Widerspruch zum Postulat des eingeschwungenen Zustandes, in dem alle Variablen die gleichen Zuwachsraten aufwiesen. Der Ansatz von geht indes von der erwarteten langfristigen Inflation seitens der Europäischen Zentralbank in Höhe von 2 % aus, was indes nicht hinreichend die relevanten Veränderungen des Preisniveaus auf der Grundlage von Preisänderungen auf den Beschaffungsmärkten für das bewertete Unternehmen berücksichtigt.

Somit ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag am 31.12.2015 ein Ertragswert der MWG Biotech AG in Höhe von € 20,89066 Mio. entsprechend der nachstehenden Berechnung:

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Ausschüttbares Ergebnis (TEUR)	967	939	1.181	1.493	3.775	1.476
Typ. Ertragsteuern auf Ausschüttung (TEUR)	-85	-70	-70	-75	-72	-64
Typ. Ertragsteuern auf Thesaurierung (TEUR)	-85	-89	-121	-160	-462	-162



Zu diskontierende Beträge (TEUR)	797	780	990	1.259	3.241	1.249
Kapitalisierungszinssatz (%)	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%
Barwertfaktor	0,954	0,910	0,868	0,828	0,790	0,753
Barwerte zum 31. Dezember 2015	760	710	859	1.042	2.559	941

	2022	2023	2024	2025	TV
Ausschüttbares Ergebnis (TEUR)	761	922	1.055	1.219	911
Typ. Ertragsteuern auf Ausschüttung (TEUR)	-60	-57	-53	-51	-126
Typ. Ertragsteuern auf Thesaurierung (TEUR)	-70	-93	-113	-135	-57
Zu diskontierende Beträge (TEUR)	631	772	890	1.039	727
Kapitalisierungszinssatz (%)	4,84%	4,84%	4,84%	4,84%	3,84%
Barwertfaktor	0,718	0,685	0,654	0,623	16,239
Barwerte zum 31. Dezember 2015	453	529	582	644	11.813

Ertragswert zum 31. Dezember 2015 (TEUR)	20.891 (gerundet)
---	-----------------------------

c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen müssen zum Bewertungsstichtag gesondert bewertete Vermögenswerte von insgesamt € 15,06763 Mio. angesetzt werden.

- (1) Die nicht betriebsnotwendige Liquidität war mit € 13,661 Mio. entsprechend den Feststellungen im Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht anzusetzen. Ausgangsbasis ist dabei der Bestand an liquiden Mitteln in Höhe von € 1,792 Mio. sowie das konzernintern gewährte Darlehen in Höhe von € 16,151 Mio. zum 31.12.2015. Allerdings standen diesem Darlehen auch konzerninterne Zahlungsverpflichtungen aus dem Ergebnisabführungsvertrag in Höhe von € 2,282 Mio. gegenüber, die angesichts ihrer Fälligkeit im Laufe des



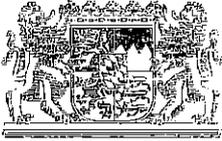
Jahres 2016 von der vorhandenen Liquidität abzuziehen ist. Zudem muss zur Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes ein Mindestbestand an liquiden Mitteln im Unternehmen bleiben, der mit € 2 Mio. bis € 3 Mio. zu beziffern ist, wobei im Rahmen der Unternehmensbewertung eine betriebsnotwendige Mindestliquidität zugunsten der Minderheitsaktionäre von € 2 Mio. unterstellt wurde. Die Entwicklung der Liquidität im Laufe des Geschäftsjahres zeigt, dass im Rahmen der Unternehmensbewertung herangezogenen Zahlen vom 31.12.2015 nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre angesetzt wurden. Von Seiten der Antragsteller wurden die von der Antragsgegnerin in der Antragserwiderung geschilderte Entwicklung der liquiden Mittel nicht bestritten, weshalb der entsprechende Vortrag gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt. Die liquiden Mittel lagen zum 30.9., zum 30.11. wie auch zum Bewertungsstichtag am 13.12.2016 jeweils unter dem Wert des bewertungstechnischen Stichtages; der Bestand des Intercompany-Darlehens belief sich an diesen Stichtagen jeweils auf € 13,5 Mio. und lag damit ebenfalls niedriger als zum 31.12.2015.

- (2) Die Pensionsrückstellungen der MWG Biotech AG für drei Vorstandsmitglieder wurden sachgerecht ermittelt. Der Wert von € - 1,1284 Mio. entstammt einem versicherungsmathematischen Gutachten, das den Abfindungsprüfern von I im Rahmen ihrer Prüfungshandlungen vorgelegt wurde; folglich konnte dieser Wert zugrunde gelegt werden. Die Pensionsverpflichtungen wurden zum Stichtag mit einem ganz konkreten Zinssatz ermittelt, weshalb Veränderungen des Zinssatzes auf die als Sonderwert berücksichtigten Pensionsverpflichtungen keinen Einfluss haben können.
- (3) Das vorhandene steuerliche Einlagenkonto im Sinne des § 27 Abs. 1 KStG wurde angemessen berücksichtigt. Dabei darf in die Ermittlung des Unternehmenswertes nicht der vorhandene Gesamtbetrag ein-



fließen; vielmehr ist maßgeblich der Barwert der Steuerersparnisse aus dem steuerlichen Einlagenkonto. Insofern muss vorliegend ein Sonderwert in Höhe von € 2,5439 Mio. angesetzt werden.

- (4) Weiteres nicht betriebsnotwendiges Vermögen konnte nicht Berücksichtigung finden.
- (a) Dies gilt zunächst für eine Verzinsung der nicht betriebsnotwendigen Liquidität – mit Ausnahme der vorzunehmenden Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag, die auch erfolgt ist. Eine weitere Verzinsung stünde indes in Widerspruch zu den Grundsätzen über den Ansatz des nicht betriebsnotwendigen Vermögens im Rahmen einer Unternehmenswertermittlung. Dessen Wert soll zum Stichtag an die Aktionäre ausgekehrt werden, verbleibt also gerade nicht im Unternehmen. Dann aber muss auch eine Verzinsung als ausgeschlossen angesehen werden.
- (b) Die steuerlichen Verlustvorträge mussten nicht als Sonderwert ausgewiesen werden, weil sie im Rahmen der Steuerplanung der Gesellschaft angesetzt und gegen die zukünftigen Erträge verrechnet wurden. Am Ende von Phase I waren die Verlustvorträge allerdings noch nicht aufgebraucht, weshalb sie im Terminal Value barwertäquivalent umgerechnet wurden. Dann aber können sie nicht nochmals als Sonderwert erfasst werden, weil es anderenfalls eine unzulässige Doppelerfassung gäbe. Die Neuregelung bei § 8 c KStG über den Verlustabzug bei der Körperschaftsteuer war für die Bewertung der steuerlichen Verlustvorträge ohne Bedeutung, weil ihre Nutzbarkeit in vollem Umfang unterstellt wurde, wie im Termin vom 22.2.2018 herausstellte.



- (c) Die Kaufoption Ende des Jahres 2020 war ebenfalls nicht als Sonderwert anzusetzen. | wies ihr in Übereinstimmung mit den Ausführungen im Bewertungsgutachten von Mazars keinen eigenständigen positiven Wert mehr zu. Die Vereinbarungen zum Kaufpreis sahen einen angemessenen Preis vor. Damit kann aber kein nennenswerter positiver Wert mehr erwartet werden, der über die Berücksichtigung im Rahmen der Ermittlung des Ertragswerts hinausginge.
- (d) Eine Berücksichtigung der von der Gesellschaft gehaltenen Marke "MWG Biotech" und gegebenenfalls anderer gewerblicher Schutzrechte als Sonderwert konnte nicht erfolgen. Deshalb musste deren Wert auch nicht ermittelt und im Bewertungsgutachten sowie dem Prüfungsbericht ausgewiesen werden. Die Marke dient nämlich ebenso wie auch Patente 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; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 2.12.2016, Az. 5HK O 5781/16; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

Somit ergibt sich zum bewertungstechnischen Stichtag ein Unternehmenswert von € 35,95828 Mio., der sich aus dem Ertragswert von € 20,89066 und dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen samt Sonderwer-



ten in Höhe von € 15,06762 zusammensetzt. Unter Berücksichtigung der notwendigen Aufzinsung zum 13.12.2016 ergibt sich dann ein Unternehmenswert in Höhe von € 37,61427 Mio., was bei 13.308.468 Aktien einem Wert von € 2,83 je Aktie entspricht. Dieser Wert liegt deutlich unter der festgesetzten Barabfindung in Höhe von € 3,20. Daher können marginale Veränderungen wie namentlich beim Stichtag der Thesaurierung und Ausschüttung nicht zur Unangemessenheit der angebotenen Barabfindung von € 3,20 je Aktie der MWG Biotech AG führen.

d. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG verankerten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst.

(1) Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Prüfer bereits zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

(a) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; OLG Düsseldorf AG 2015, 573, 575 = ZIP 2015, 1336, 1338 = Der Konzern 2016, 94, 96; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn. 4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Abfindungsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in zwei mehrstündigen Anhörungsterminen und der aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahmen der Abfin-



dungsprüfer hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung aber auch Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist nämlich mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanken in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache



15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Prüfers zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem



Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). § 407 a ZPO ist angesichts der Sonderregelung in § 8 SpruchG unanwendbar.

Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin verfügt zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Er hat sowohl in seinem Prüfungsbericht als auch bei der mündlichen Anhörung – soweit angezeigt – die von ihm vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt. Er hat dabei eingehend begründet, warum er die Planannahmen für plausibel erachtet hat. Ebenso hat er sich während ihrer Anhörung und in der ergänzenden schriftlichen Stellungnahme eingehend mit den Rügen der Antragsteller zu den einzelnen Bewertungsparametern auseinandergesetzt und vertiefende Ausführungen zu den erhobenen Rügen im Vergleich zum Prüfungsbericht gemacht. Dabei hat er zeitnah zum Stichtag vorhandenen Studien sorgfältig ausgewertet und in seine Überlegungen hinreichend einbezogen, wie insbesondere auch bei der Anhörung im Termin vom 22.2.2018 deutlich wurde. Die Durchführung einer eigenen Markt- oder Wettbewerbsanalyse gehört nicht zum Aufgabenbereich eines Abfindungsprüfers entsprechend den Vorgaben aus §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 e Abs. 1 AktG, zumal gerade für



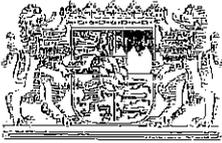
den zentralen der Oligonukleotide auf eine sehr differenzierend aufgebaute Studie zurückgreifen konnte. Die Prüfer hat auch die Verträge, die die Grundlage ihrer Prüfungshandlung waren, entsprechend gewürdigt. Da es dabei aber keine signifikanten Abweichungen gab, musste er eine vertiefende Plausibilisierung nicht vornehmen. Für das Jahr 2015 konnte er sowohl die Werte vom Anfang als auch die Finalisierung am Ende des Jahres 2015 in ihre Planung einbeziehen, ohne wesentliche Abweichungen feststellen zu können.

- (2) Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht anzuordnen, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzig denkbarer Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.
- (a) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puszkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag



die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiiertes Einwendungen bildet.

- (b) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von I sowie der Abfindungsprüfer von vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vor-



lage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.
 - a. Dies gilt namentlich für außerbörslich gezahlte Vorerwerbspreise, weil diese für die Ermittlung der Barabfindung bei einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme ohne Bedeutung sind. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schuppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in : Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014, Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die



Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Mindestaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Vetter AG 1999, 569, 572). Angesichts dessen besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen.



- b. Mangels Börsennotiz infolge des Delisting konnte der Börsenwert nicht als Untergrenze herangezogen werden.

Angesichts dessen waren die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung zurückzuweisen.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragssteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Es muss dabei nämlich berücksichtigt werden, dass die Anhörung des Abfindungsprüfers im Termin vom 22.2.2018 zusammen mit seiner ergänzenden Stellungnahme vom 7.3.2018 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Planannahmen wie namentlich der Entwicklung der Umsatzzahlen, der Kosten sowie zum Kapitalisierungszinssatz und zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen gebracht hat.
- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet § 15 Abs. 2 SpruchG n. F. Anwendung. Auch wenn der Antrag zurückgewiesen wurde, entspricht die Annahme der Erstattungspflicht der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin der Billigkeit. Angesichts des Erfordernisses einer umfangreichen Anhörung mit einem nochmals gesteigerten Erkenntnisgewinn im Vergleich zum Inhalt des Übertragungs- und des



Prüfungsberichts kann nicht davon ausgegangen werden, den Anträgen fehle von vornherein jegliche Grundlage. Nur in einem solchen Fall kann die Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der eigenen außergerichtlichen Kosten angenommen werden (vgl. Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21).

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,-- festzusetzen.

Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des Gemeinsamen Vertreters.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

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