

Landgericht München I
Az. 5HK O 12922/18



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzenden
Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter nach
mündlicher Verhandlung vom 19.12.2019 am 29.4.2020 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 410,-- je Aktie 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 geschuldeten Vergütung des gemeinsamen Vertreters der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre werden auf € 200.000,-- festgesetzt.



A.

- Der Unternehmensgegenstand der Gesellschaft liegt ausweislich ihrer Satzung (Anlage AG 1) in der Führung, Übernahme, Verwaltung und Betreuung von Unternehmen und Beteiligungen, unmittelbar oder mittelbar über Dritte, sowie im Erwerb, der Verwaltung, Verwertung und Veräußerung von Grundbesitz. Die Gesellschaft ist berechtigt, alle Geschäfte vorzunehmen, die den Gegenstand des Unternehmens fördern, Zweigniederlassungen zu errichten und Unternehmensverträge abzuschließen, insbesondere den Betrieb des Unternehmens ganz oder teilweise auf Beteiligungsgesellschaften zu übertragen. Die Gründung der Gesellschaft als Aktiengesellschaft erfolgte



am 8. und 12.1.1872 als Aktien-Brauerei zum Löwenbräu. Im Geschäftsjahr 1993/94 kam es zu einer Neustrukturierung der Löwenbräu-Gruppe in selbstständig operierende Aktiengesellschaften unter dem Dach der Löwenbräu Holding AG. Seit dieser Neustrukturierung besteht der Geschäftsbetrieb der Gesellschaft im Wesentlichen in der Verwaltung eigenen Vermögens einschließlich von Immobilien. Zu Beginn des Geschäftsjahres 2016 veräußerte die Gesellschaft die Immobilien Weinstraße 6 und im November 2017 eine weitere Immobilie in der Maximilianstraße 30/30 a in München, wobei der Veräußerungsvorgang vor dem 31.3.2018 abgeschlossen war. Im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung stand eine im Geschäftsjahr 2017 erworbene Immobilie in Augsburg im Eigentum der Custodia Holding Aktiengesellschaft. Zudem gehörte ihr ein in 1 kg-Barren eingeteilter Goldbestand von 475 kg. Weiterhin hielt die Gesellschaft ausweislich der Stichtagserklärung der Abfindungsprüfer am 18.6.2018 insgesamt 396.820 Aktien der Cimic Group Ltd. (Australien), 5.500.000 Aktien der Fortum Oyj Corporation (Finnland), 3.000.000 Aktien der Royal Dutch Shell, 400.000 Aktien der Allianz SE, 300.000 Aktien der Nestlé S.A. sowie 370.000 Aktien der Swiss RE Ltd.

Am 26.6.2016 hatte die Custodia Holding Aktiengesellschaft bei der Börse in München einen Antrag auf Widerruf der Einbeziehung der Stammaktien der Gesellschaft in den Freiverkehr an der Börse München gestellt; diese erklärte den Widerruf zum Ablauf des 30.12.2016 und teilte dies der Gesellschaft mit Schreiben vom 4.7.2016 mit.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 21.6.2018 erstattete -

(im Folgenden auch:) eine gutachterliche Stellungnahme zum Unternehmenswert der Custodia Holding Aktiengesellschaft und zur Ermittlung der angemessenen Barabfindung anlässlich der geplanten Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gemäß § 62 Abs. 5 Satz 1 UmwG in Verbindung mit §§ 327 a ff. AktG (Anlage AG 2). Dabei ermittelten die Wirtschaftsprüfer von in



Anwendung der Ertragswertmethode einen Wert von € 253,11 je Aktie, der nach ihrer Einschätzung aber nicht den wahren Wert der Gesellschaft widerspiegelt. Über den Ansatz des Liquidationswerts gelangten sie zu einem Wert von € 318,50 je Aktie sowie über den Net Asset Value von € 372,01 je Aktie. Sie ermittelten dabei den Marktwert des Eigenkapitals als Differenz zwischen dem Zeitwert der Vermögenswerte und dem Zeitwert der Schulden mit € 251,347 Mio. Bei dem für die Ermittlung des Net Asset Value notwendigen Barwert der Verwaltungskosten setzten sie jährliche Verwaltungskosten in Höhe von € 1,95 Mio. an. Zur Kapitalisierung legten sie einen nach der Svensson-Methode ermittelten Basiszinssatz von 1,25 % vor persönlichen Steuern und eine Marktrisikoprämie von 6,25 % vor Steuern zugrunde. Für den Risikozuschlag setzten die Bewertungsgutachter einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,64 und einen verschuldeten Beta-Faktor von 0,98 an.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 13.2.2018, Az. 5HK O 2125/18 zur Abfindungsprüferin bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 20.4.2018 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin (zunächst) festgelegte Barabfindung von € 390,— je auf den Inhaber lautende Stammaktien sowie je auf den Namen lautenden Vorzugs-Stückaktie stelle sich als angemessen dar.

Die Stichtagserklärung der Bewertungsgutachter von vom 21.6.2018 (Anlage AG 3) kam zu dem Ergebnis, dass der Net Asset Value der Gesellschaft unter Berücksichtigung von Veränderungen im Zeitwert des Feingoldes, im Bestand der Wertpapiere des Anlagevermögens sowie in den mit diesem korrespondierenden Aktienkurse, in den Dividendenforderungen und im Bestand der liquiden Mittel bezüglich der Aktiva und von Veränderungen im Zeitwert des Zinsswap-Geschäfts bei der UniCredit Bank AG sowie der Steuerrückstellungen bei den Schulden der Gesellschaft bei € 389,07 liege. Entsprechend einem Nachtragsbericht der Antragsgegnerin vom 21.6.2018 (Anlage AG 7) wurde die ursprünglich mit €



390,-- festgesetzte Barabfindung auf € 410,-- je Aktie erhöht. Die Stichtags-
erklärung der vom 21.6.2018 (Anlage AG 5) bestätigte die Angemes-
senheit der nunmehr angebotenen Barabfindung.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 23.8.2018 in das Handels-
register der Custodia Holding AG mit dem Vermerk eingetragen, die Über-
tragung werde erst mit der Eintragung der Verschmelzung wirksam. Die
Verschmelzung wurde im Handelsregister der Custodia Holding Aktiengesellschaft am 30.8.2018 eingetragen. Hinsichtlich des Squeeze out-Be-
schlusses erfolgte die Bekanntmachung am 24.8.2018 und hinsichtlich der
Verschmelzung am 31.8.2018. Am 28.8.2018 kam es zur Eintragung der
Verschmelzung in das Handelsregister der Antragsgegnerin. Die Eintra-
gung dieser Verschmelzung wurde am 29.8.2018 nach § 10 HGB bekannt
gemacht. Alle Antragsteller waren im Zeitpunkt der Eintragung des Ver-
schmelzungsvertrages in das Handelsregister Aktionäre der Custodia Hol-
ding AG.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 29.11.2018 zumindest per Telefax beim
Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im We-
sentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die
festgelegte Barabfindung angesichts ihrer Unangemessenheit erhöht werden.
 - a. Die herangezogene Methode des Net Asset Value-Verfahrens stelle sich
als ungeeignet dar; vielmehr müsse das Ertragswertverfahren angewandt
werden, weil maßgeblich für den Erfolg einer vermögensverwaltenden Ge-
sellschaft die hinter Investitionsentscheidungen stehenden Personen seien.
Der Unternehmenswert hätte unter Berücksichtigung künftiger Kursgewinne
und Veräußerungserlöse ermittelt werden müssen. Teilweise wird geltend
gemacht, der Wert der Gesellschaft müsse ausgehend vom Net Asset Va-
lue dergestalt ermittelt werden, dass vor Steuern entsprechend dem MSCI-
Index eine Rendite von 7,7 % und ausgehend von einem professionellen
Portfolio Management gar von 11,6 % erwirtschaftet werden müsse. Zudem



hätte der Anstieg des Eigenkapitals wie auch des Anlagevermögens beim Net Asset Value stärker berücksichtigt werden müssen. Bei der Ermittlung des Ertragswerts müsse es zu einer Erhöhung des Wachstumsabschlags auf 2 % kommen, weil gerade die Dividenden einen Schutz vor Inflation böten.

b. Fehlerhaft erfolgt sei die Bewertung des Aktivvermögens der Gesellschaft.

- (1) Bei der Immobilie in Augsburg müsse angesichts der aktuellen Entwicklung am Immobilienmarkt ein um etwa 15 % gestiegener Wert angesetzt werden. Der Ansatz eines Leerstandes lasse sich angesichts der Situation auf dem Mietwohnungsmarkt nicht rechtfertigen.
- (2) Für die sachgerechte Bewertung des Goldbestandes hätte der Marktpreis zum Stichtag der Hauptversammlung in Höhe von € 17,355 Mio. anstelle des Wertes zum 18.6.2018 angesetzt werden müssen. Zudem hätte auf den Goldpreis je Feinunze abgestellt werden müssen.
- (3) Die Bewertung der sechs großen Aktienpakete übersehe den positiven Trend der Börsenkursentwicklung, weshalb gerade bei Fortum Oyj und Royal Dutch Shell nicht der Stichtag im Mai 2018 hätte herangezogen werden dürfen. Unklar sei, inwieweit die vor dem Stichtag gezahlten Dividenden einbezogen worden seien. Noch nicht ausgeschüttete Dividendeneinnahmen hätten zumindest pro rata temporis in die Bewertung einfließen müssen. Bei den Wertpapieren im Umlaufvermögen seien die deutlich höheren Erlöse bzw. Börsenkurse zu berücksichtigen. Unklar bleibe die Differenz im Kassenbestand zwischen dem 31.12.2017 und den Guthaben bei Kreditinstituten zum Stichtag der Hauptversammlung.

c. Korrekturbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre bestehe auch bei den Verbindlichkeiten der Custodia Holding Aktiengesellschaft.



- (1) Der von der UniCredit Bank AG gewährte Kredit müsse mit € 105 Mio. in Ansatz gebracht werden; der Buchwert entspreche dem Marktwert der Verbindlichkeiten angesichts des Ansatzes einer marktüblichen Verzinsung in Höhe des 3-Monats-Euribor zuzüglich eines Aufschlags von 0,69 %. Im Vergleich zum Zeitwert müsse der niedrigere Buchwert der Verbindlichkeiten herangezogen werden. Der zusätzliche Abzug des Zinsswaps von € 13,064 Mio. müsse unterbleiben, weil der Zinsswap nicht der Sicherung der Gesellschaft vor einem Ausfallrisiko diene, sondern vor dem unbestimmten Risiko steigender Zinsen in der Zukunft; wodurch sich die Gesellschaft über die Laufzeit einen Zinssatz von 1,39 % unabhängig von der Entwicklung der Marktzinsen sichere. Außerdem stehe dies im Widerspruch zur Substanzwertberechnung nach dem Net Asset Value. Zu prüfen sei, inwieweit die Konditionen des Zinsswaps einem Drittvergleich standhalten würden.
 - (2) Unzulässig sei die Berücksichtigung von Rückstellungen im Rahmen des Net Asset Value-Verfahrens. Vor allem aber sei es fehlerhaft, den auf Basis der IFRS-Vorgaben für die Pensionsrückstellungen herangezogenen Zinssatz von 1,4 % dauerhaft fortzuschreiben, nachdem die Custodia Holding Aktiengesellschaft nach HGB und nicht nach IFRS bilanziere.
 - (3) Unklar bleibe weiterhin, in welchem Umfang es Auflösungen von Rückstellungen gegeben habe und ob das Verfahren vor dem Bundesverfassungsgericht hinsichtlich der Vereinbarkeit der Zinsschranke mit dem Grundgesetz hinreichend eingeflossen sei.
- d. Fehlerhaft angesetzt seien auch die Verwaltungskosten mit einem Betrag von jährlich € 1,95 Mio.
- (1) Deutlich überhöht angesetzt seien die Verwaltungskosten in diesem Umfang angesichts der Verwaltung von nur mehr einer Immobilie, von sechs internationalen blue chip-Werten mit jeweils langen



Haltedauern, der Beschäftigung nur einer Mitarbeiterin und lediglich der Verpflichtung aus den früheren Pensionsverpflichtungen. Eine Orientierung am Wertpapierbestand könne nicht sachgerecht sein. Vor allem die Personalkosten müsse man angesichts des Wegfalls der Immobilien in München mit einem deutlich niedrigeren Wert von maximal € 300.000,-- ansetzen.

- (2) Es fehle auch die Berücksichtigung gegenläufiger Effekte aus der Berücksichtigung der Abzugsfähigkeit der laufenden Verwaltungskosten in Form von Steuergutschriften und des Debt Beta.
 - (3) Der Kapitalisierungszinssatz sei zu hoch angesetzt worden, was vor allem für die Marktrisikoprämie von 6,25 % vor Steuern gelte.
- e. In jedem Fall führe der Börsenkurs der Custodia Holding Aktiengesellschaft zu einer höheren Barabfindung, weil der von der Abfindungsprüferin ermittelte Durchschnittskurs von € 380,67 den eigentlichen Marktwert der Aktie nach unten verzerre; eine mangelnde Handelbarkeit spiegele sich erfahrungsgemäß in einem Preisabschlag von 20 bis 25 % wider. Durch die Handelseinstellung habe der herrschende Großaktionär die Enteignung der Minderheitsaktionäre eingeleitet.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, weil die festgesetzte Barabfindung angemessen sei.

- a. Angesichts der Tätigkeit als vermögensverwaltende Gesellschaft, deren Wert maßgeblich aus der Ertragskraft ihrer in deren Marktwert zum Ausdruck kommenden Kapitalanlagen bestimmt werde, könne der Unternehmenswert mit Hilfe des Net Asset Value abgeleitet werden, der zudem deutlich über den zu Plausibilisierungszwecken herangezogenen Ertragswert wie auch über dem Liquidationswert liege. Der Net Asset Value sei auch zum Stichtag der Hauptversammlung ermittelt worden, wie sich aus den



Stichtagserklärungen der Bewertungsgutachter und der Abfindungsprüfer ergebe.

b. Die Aktiva der Gesellschaft seien zutreffend angesetzt worden.

- (1) Bei der zu Marktpreisen erworbenen Immobilie in Augsburg seien im Zeitraum zwischen dem Erwerb und der Hauptversammlung Wertsteigerungen durch Investitionen nicht vorgenommen worden. Ebenso wenig sei es in Augsburg zu Wertsteigerungen bei vergleichbaren Immobilien gekommen, was sich an fehlenden Bodenrichtwertanpassungen der Gutachterausschüsse zeige.
- (2) Der zur Ermittlung des Net Asset Value zum Stichtag anzusetzende Goldpreis betrage rund € 16,654 Mio. unter Zugrundelegung eines Kurses für 1 kg Feingold von € 35,061 am 18.6.2018. Auch ein gegebenenfalls höherer Wert zum 21.6.2018 führe zu keiner höheren Barabfindung. Auch müsse nicht anstelle des herangezogenen Spotpreises ein höherer Marktwert beim Handel mit physischem Gold angesetzt werden, weil der Spotpreis für den unmittelbaren Handel mit Gold maßgeblich sei.
- (3) Der Wert des Wertpapieranlagevermögens sei sachgerecht über den 3-Monats-Durchschnittskurs ermittelt worden, der auch über dem Stichtagskurs gelegen habe. Hierfür spreche namentlich die Tatsache, dass es sich beim Net Asset Value um einen Fortführungswert handle. Eine zusätzliche Berücksichtigung der laufenden Dividendenerwartung bedeute einen unzulässigen doppelten Ansatz wertbegründender Umstände, weil die Dividendenerwartungen des laufenden Jahres auch im jeweiligen Aktienkurs berücksichtigt seien.
- (4) Für den auf der Grundlage des Net Asset Value ermittelten Unternehmenswertes der Custodia Holding Aktiengesellschaft spiele es keine



Rollte, ob der Wert der gehaltenen zwei Aktien an der Nymphenburg Immobilien AG € 78,27 je Aktie oder € 580,-- bzw. € 560,-- betrage. Der Börsenkurs der Staatliche Mineralbrunnen AG habe sich in den zwölf Monaten vor dem Bewertungsstichtag zwischen € 90,-- und € 100,-- bewegt; daher sei auch der Anteil dieser beiden Aktien am Unternehmenswert der Gesellschaft marginal.

- (5) Zutreffend erfolgt sei der Wertansatz der Münchner Löwenbräu-Altershilfe GmbH durch das Heranziehen ihrer Aktiva in Form liquider Mittel in Höhe von € 211.422,93 sowie deren Passiva in Form von Rückstellungen von € 1.000,-- und Verbindlichkeiten in Höhe von € 438,40.

c. Nicht zu beanstanden sei die Ermittlung des Werts der Schulden der Custodia Holding Aktiengesellschaft.

- (1) Dies gelte zunächst für die mit dem Zeitwert angesetzten Darlehensverbindlichkeiten bei der UniCredit Bank AG mit einem Nominalwert von € 105 Mio, zu dem auch der Barwert der bis zum Rückzahlungsstichtag am 8.6.2027 anfallenden Zinsen in Höhe von rund € 13,064 Mio. hinzuzurechnen sei. Die Ermittlung des Barwerts des Zinsswaps, dessen Abschluss auf der im Jahr 2013 erfolgten Umstellung von einer hohen festen auf eine variable Verzinsung mit einer zusätzlichen Zinsmarge von 1,39 % beruhe, könne angesichts der sachgerechten Ableitung nicht beanstandet werden.
- (2) In den Umfang der Pensionsrückstellungen sei der Tod eines Pensionsberechtigten eingeflossen; es sei dadurch zu einer Reduktion der Höhe der entsprechenden Rückstellungen gekommen. Bei der Bewertung nach dem Net Asset Value-Verfahren werde eine Unternehmensfortführung unterstellt, weshalb die mit künftigen Erträgen zusammenhängenden sonstigen Rückstellungen zu berücksichtigen seien. Die Steuerrückstellung in Höhe von ca. € 12 Mio. sei unter



Berücksichtigung des steuerrechtlichen Veräußerungsgewinns aus dem Verkauf der Immobilie in München sowie unter Beachtung der anzurechnenden Quellensteuern aufgrund der aus Finnland, den Niederlanden, der Schweiz und Deutschland bis zum Bewertungsstichtag bereits geflossenen Erträge sachgerecht ermittelt worden.

- d. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes über den Net Asset Value komme es zu einem Abzug der Verwaltungskosten, weil die Fortführung des Unternehmens ohne Verwaltungskosten nicht erfolgen könne. Die sich vor allem aus der Höhe der Bezüge von Vorstand und Aufsichtsrat in Höhe von € 1,4 Mio., den laufenden Kosten für den Bürobetrieb und die Buchhaltung von € 150.000,--, Rechts- und Beratungskosten von € 130.000,--, Kosten für den Geschäftsbericht und die Hauptversammlung von € 100.000,-- sowie Versicherungen, Beiträgen und Sonstiges von € 170.000,-- zusammensetzenden Verwaltungskosten seien in ihrer Höhe nicht unangemessen; die sich hierauf beziehenden Rügen würden außer Acht lassen, dass diese Kosten tatsächlich auch schon in der Vergangenheit angefallen seien und die Gesellschaft nicht als passiver Investor agiere; vielmehr bedürfe die Auswahl geeigneter Aktien umfassender Analysen der internationalen Kapitalmärkte und angesichts des Investitionsvolumens einer täglichen Überwachung der Bewegungen am Kapitalmarkt. Auch sei die Verwaltung der Schulden mit Aufwand und Kosten verbunden. Ein zu hoher Kapitalisierungsfaktor führe zu einem geringeren Abfindungswert pro Aktie, wenn es um den Barwert der Verwaltungskosten gehe. Der Beta-Faktor leite sich neben dem Wertpapierportfolio über die zu bewertenden Assets ab. Dabei dürfe man die finanziellen Verbindlichkeiten gegenüber Banken nicht übersehen mit einem Gesamtvolumen von € 170 Mio. entsprechend dem Zeitwert.
- e. Soweit die Planungsrechnung bei der Ertragswertermittlung angegriffen werde, übersehe dies, dass die Annahme der Planbarkeit künftiger Kursentwicklungen realitätsfremd sei. Die Annahme einer Rendite von 11,6 %



bzw. 7,7 % auf der Grundlage bestehender Indices übersehe den Vorrang der unternehmenseigenen Planung, die von einem durchschnittlichen Kursgewinn von rund 2,6 % pro Jahr und einer Dividendenrendite von 4,8 bis 4,9 % ausgehe.

- f. Eine Abfindung zum Börsenkurs führe zu keiner höheren Barabfindung. Dabei sei bereits fraglich, ob dieser angesichts des sehr geringen Handels und Bedenken zur Aussagekraft des Freiverkehrs überhaupt herangezogen werden könne.

4. a. Mit Beschluss vom 10.7.2019 (Bl. 79 d.A.) hat das Landgericht München I zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 80 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bekanntmachung im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie den zu niedrigen Wert des Ansatzes der Immobilie in Augsburg sowie die unterbliebene Berücksichtigung der Erhöhung des Wertes des Feingoldbestandes sowie der Wertpapiere des Anlagevermögens. Auch hätten die Dividendenansprüche einfließen müssen. Geprüft werden müsse der Verbleib des Kassenbestandes von € 105,641 Mio.; angesichts der Veräußerung der Immobilie in München für € 158 Mio., des Abzugs von Darlehensverbindlichkeiten von € 60 Mio. und eines Kassenbestandes zum 31.12.2017 von € 50 Mio. bleibe unklar, was mit dem Differenzbetrag von € 42,359 Mio. geschehen sei, der sich durch gezahlte Steuern angesichts der Bildung von Steuerrückstellungen nicht erklären lasse. Zudem müsse man die künftigen Mieterlöse aus der Immobilie in Augsburg als Korrelat zu Verwaltungskosten werterhöhend ansetzen, wobei diese deutlich überhöht seien.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 19.12.2019 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer der
- und
- mündlich



angehört. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen Anhörung der Abfindungsprüfer wird in vollem Umfang Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 19.12.2019 einschließlich der als Anlage zu Protokoll genommenen Alternativberechnungen der Abfindungsprüfer.

- c. Die Antragsteller zu 2), zu 79) und zu 80) haben mit im Wesentlichen gleichlautenden Schriftsätzen vom 11.9.2018 sowie jeweils vom 7.9.2018 an das Landgericht München I ebenfalls beantragt, eine angemessene Barabfindung festzusetzen. Die 38. Zivilkammer des Landgerichts München I hat sich jeweils mit Beschlüssen vom 4.12.2018 in den Verfahren 38 O 12938/18, 38 O 15060/18 und 38 O 15061/18 (jeweils Bl. 9/12 d.A.) für funktionell unzuständig erklärt und das Verfahren auf Antrag der Antragsgegnerin an die zuständige 5. Kammer für Handelssachen verwiesen. Diese hat die Verfahren mit Beschlüssen jeweils vom 10.12.2018 – wie alle anderen bei dieser Kammer unmittelbar eingegangenen Verfahren auch – zu diesem führenden Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5HK O 12922/18 hinzuverbunden.

Soweit der Antragsteller zu 82) einen Antrag vom 10.11.2018 auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung zunächst an das Landgericht München I adressiert hat, hat sich die 38. Zivilkammer mit Beschluss vom 17.12.2018, Az. 38 O 15820/18 (Bl. 5/8 d.A. dieses Verfahrens) für funktionell unzuständig erklärt und auf Antrag der Antragsgegnerin an die zuständige 5. Kammer für Handelssachen verwiesen. Diese hat das Verfahren mit Beschluss vom 20.12.2018 (Bl. 9 des Verfahrens 38 O 15820/18) ebenfalls zu diesem führenden Verfahren vor dem Landgericht München I, Az. 5HK O 12922/18 verwiesen.

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird verwiesen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 19.12.2018 (Bl. 154/176 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Die Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie ausgeschiedene Aktionäre der Custodia Holding Aktiengesellschaft im Sinne des § 1 Nr. 3 SpruchG sind. Maßgebender Zeitpunkt für die Aktionärseigenschaft kann dabei angesichts der Besonderheiten des auf § 62 Abs. 5 UmwG gestützten umwandlungsrechtlichen Squeeze out indes nicht die Eintragung des Squeeze out-Beschlusses im Handelsregister der Custodia Holding Aktiengesellschaft sein; vielmehr ist die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses am 28.8.2018 in das Handelsregister der Antragsgegnerin maßgebend, weil erst durch diese Eintragung die Minderheitsaktionäre ihre Stellung als Aktionäre der Gesellschaft aufgrund der Regelung in § 62 Abs. 5 Satz 1 und Satz 7 UmwG verlieren; der Squeeze out-Beschluss wird nach diesen rechtlichen Vorgaben nämlich erst gleichzeitig mit der Eintragung der Verschmelzung im Register des Sitzes der übernehmenden Aktiengesellschaft, mithin der Antragsgegnerin, wirksam.

Hinsichtlich der im Verfahren verbliebenen Antragsteller hat die Antragsgegnerin deren Aktionärseigenschaft zum maßgeblichen Stichtag am 21.6.2018 von vornherein nicht bestritten oder durch entsprechende Erklärungen unstreitig gestellt. Damit gilt der Vortrag der Antragsteller gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden und bedarf somit keines Beweises mehr durch die Vorlage entsprechender Bankbescheinigungen.



2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung des Eintragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Die Bekanntmachung der Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses als wesentliches Ereignis, das zum Ausscheiden der Minderheitsaktionäre führte und auf das bezüglich des maßgeblichen Datums der Bekanntmachung abgestellt werden muss, erfolgte am 29.8.2018, weshalb die Frist dann am Donnerstag, den 29.11.2018 endete. An diesem Tag gingen spätestens ausweislich der Gerichtsakte alle Anträge zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht München I ein.

Dies gilt auch für die innerhalb der Frist bei einer aufgrund der gesetzlichen Regelung in §§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 Buchst. e GVG funktionell zuständigen 38. Zivilkammer eingegangenen Anträge. Daher kann auch insoweit kein Zweifel an der Rechtzeitigkeit bestehen, selbst wenn die Verweisungsbeschlüsse der 38. Zivilkammer an die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts München I zum Teil erst nach dem Ende der Antragsfrist erfolgten.

3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG ordnungsgemäß begründete Anträge gestellt, wie es von § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG verlangt wird.

- a. Dies gilt zunächst auch für die Antragsteller, soweit sie vorgetragen haben, im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out Aktionäre der Custodia Holding Aktiengesellschaft gewesen zu sein, mithin am 23.8.2018, auch wenn dieser Tag aus den oben dargelegten Gründen nicht maßgeblich sein kann. Die entsprechenden Erklärungen sind der Auslegung dergestalt zugänglich, dass sich der Vortrag auf das Wirksamwerden des Verschmelzungsvertrages durch Eintragung im Handelsregister der Antragsgegnerin als übernehmenden Rechtsträger bezieht.

Dabei dürfen an die Tiefe der Darlegung keine überzogenen Anforderungen gestellt werden. Bei einem Spruchverfahren handelt es sich – ungeachtet



der sich vor allem aus §§ 8 Abs. 3, 9 SpruchG ergebenden teilweisen Annäherung an zivilprozessuale Grundsätze – um ein solches der freiwilligen Gerichtsbarkeit, für das kein Anwaltszwang besteht. Dieser Umstand muss bei der Auslegung dieser Antragsschriftsätze, die zumindest zum Teil von nicht anwaltlich vertretenen ehemaligen Aktionären stammen, berücksichtigt werden. Das maßgebliche Verfahrensrecht verweist in § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG auf die Antragsberechtigung des ausgeschiedenen Aktionärs, wenn auf die Regelungen in § 1 Nr. 3 SpruchG über die Statthaftigkeit des Spruchverfahrens nach einem Squeeze out verwiesen wird. Entscheidend ist demgemäß die Darlegung des Aktionärs, durch einen Squeeze out die Aktionärseigenschaft verloren zu haben. Zwar musste der Gesetzgeber diese gesetzlichen Regelungen nicht anpassen, weil sich aus der Gesetzssystematik aus § 62 Abs. 5 UmwG ergibt, dass zwingend die Eintragung des Verschmelzungsbeschlusses maßgeblich sein muss, nachdem – wie bereits ausgeführt – erst hierdurch die Aktionärseigenschaft verloren geht. Die Kenntnis dieses Zusammenspiels unterschiedlicher materiell-rechtlicher und verfahrensrechtlicher Vorschriften kann aber namentlich von anwaltlich nicht vertretenen Antragstellern nicht erwartet werden. Zudem ist bei der Auslegung verfahrensrechtlicher Bestimmungen zu berücksichtigen, dass es oberstes Ziel jeder Auslegung sein muss, möglichst dem materiellen Recht im Prozess zur Durchsetzung zu verhelfen und zu verhindern, dass der Prozess zum Rechtsverlust aufgrund einer zu strikten Auslegung von Verfahrensvorschriften führt (vgl. BVerfGE 84, 366, 369 f. = NJW 1992, 105; BGH NJW-RR 2010, 357; Vollkommer/Geimer in: Zöller, ZPO, 30. Aufl., Einleitung Rdn. 99). Deshalb muss auch der Vortrag anwaltlich verteilter Antragsteller in diese Richtung ausgelegt werden. Es muss genügen, wenn sich aus der Antragsschrift jeweils ergibt, dass der Antragsteller oder die Antragstellerin infolge der aktienrechtlichen Strukturmaßnahme eines Squeeze out die Aktionärsstellung verloren hat. Dies haben alle Antragsteller hinreichend dargelegt.



- b. 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; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; 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 festgesetzte Barabfindung mit einem Betrag von € 410,— je Aktie als angemessen angesehen werden muss.

Aufgrund von §§ 62 Abs. 5 Satz 8 UmwG, 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. Unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts aus Art.14 Abs. 1 GG muss der Aktionär einen



vollständigen wirtschaftlichen Ausgleich für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung als Aktionär gewährt werden. Hierzu muss der „wirkliche“ oder „wahre“ Wert des Anteilseigentums widergespiegelt werden. 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; AG 2020, 133, 134 f. = WM 2019, 2104, 2106; 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; OLG Düsseldorf AG 2019, 92, 94 = ZIP 2019, 370, 373 = DB 2018, 2108, 2111; 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 musste dabei nicht unter Heranziehung der Ertragswertmethode ermittelt werden, sondern ließ sich anhand des Net Asset Value-Verfahrens ableiten, nachdem es sich bei der Custodia Holding AG um eine vermögensverwaltende Gesellschaft handelt.

Eine Bewertung nach dem Standard IDW S1 musste vorliegend nicht durchgeführt werden. Eine rechtliche Bindung der Kammer an diesen vom Institut der Wirtschaftsprüfer e.V. herausgegebenen Standard kann es nicht geben, nachdem ihm keine Gesetzesqualität zukommt. Auch wenn die Ertragswertmethode im Rahmen der notwendigen Schätzung des Unternehmenswertes bei einem werbenden Unternehmen als grundsätzlich geeignete Methode angesehen werden muss, schließt dieser Umstand es nicht aus, nach den konkreten Gegebenheiten des einzelnen Falles eine andere Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes anzuwenden. Zwar können die Minderheitsaktionäre wie auch der Haupt- oder Mehrheitsaktionär nicht darauf vertrauen, dass die Kompensation im Spruchverfahren nach der vom Hauptaktionär seinem Abfindungsangebot zugrunde liegenden Berechnungsweise ermittelt wird. Andererseits kann daraus dann aber auch nicht der Schluss gezogen werden, es müsse zwingend eine andere Bewertungsmethode angewandt werden, wenn der gewählte Ansatz in



der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und auch in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGHZ 207, 114, 126 ff. = NZG 2016, 139, 142 f. = AG 2016, 135, 139 f. = ZIP 2016, 110, 114 f. = WM 2016, 157, 161 f. = BB 2016, 304 f. = Der Konzern 2016, 88, 91 f. = NJW-RR 2016, 231, 235 f.).

Diese Voraussetzungen müssen bei dem Net Asset Value-Ansatz, wie er hier gewählt wurde, als erfüllt angesehen werden. Dieser Ansatz leitet den Wert von Immobiliengesellschaften wie beispielsweise der Custodia Holding Aktiengesellschaft AG direkt aus den Werten der gehaltenen Vermögensgegenstände ab. Er berechnet sich als Summe der Marktwerte des Vermögens, vermindert um die Schulden der Gesellschaft. Demgemäß stellt sich der Net Asset Value als spezifische Variante der Discounted Cash Flow-Methode dar und entspricht dem Reinvermögen einschließlich stiller Reserven. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft resultiert vor allem aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten im Sinne von Verkehrswerten zum Ausdruck kommen. Wenn der Marktwert einer Kapitalanlage als Barwert der damit verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben gesehen wird, so ergibt sich der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft als Summe der einzelnen Verkehrswerte zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwartswertes der Verbindlichkeiten. Demzufolge repräsentiert der Net Asset Value die Summe der Barwerte der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände und spiegelt folglich den Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse wider. Damit aber kann es sich bei der so verstandenen Bewertungsmethode nicht um eine Substanzbewertung handeln; vielmehr handelt es sich um eine modifizierte Ertragsbewertung, bei der die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden Gesellschaft angemessen berücksichtigt werden. Im Net Asset Value spielen immaterielle Vermögenswerte wie Goodwill, neue Produkte, Kundenbindung oder Human Resources, die beispielsweise bei Industrieunternehmen die künftige Ertragskraft und damit den Unternehmenswert bestimmen, allenfalls eine untergeordnete oder praktisch kaum eine Rolle, wobei dies auch für Synergieeffekte gilt. Ein Vorteil dieser Methode besteht auch darin, dass Einnahmen und Ausgaben dem einzelnen Objekt gut zugeordnet werden können;



folglich muss eine additive Verknüpfung der einzelnen Immobilien zum Gesamtwert des Unternehmens als durchaus sachgerecht angesehen werden. Demgemäß repräsentiert der Net Asset Value den Barwert der erwarteten künftigen Nettoüberschüsse aus der Nutzungsüberlassung der Immobilienobjekte zuzüglich der Werte zusätzlicher Vermögensgegenstände dar. Somit spiegelt der Net Asset Value zumeist in hohem Maße den theoretisch richtigen Ansatz als Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse des Gesamtunternehmens wider.

Vermögensverwaltende Gesellschaften sind vor allem durch regelmäßig wiederkehrende Erträge wie Dividenden- oder Mieterträge geprägt, andererseits aber auch durch einmalige Erträge aus Veräußerungsgeschäften, wobei derartige Geschäfte nicht ohne Weiteres zur Schätzung künftiger Erträge herangezogen werden können. Die Prognose müsste durch derartige Einmaleffekte bereinigt werden. Da solche Erwerbs- und Veräußerungsgeschäfte einen wesentlichen Anteil der vermögensverwaltenden Tätigkeit der Gesellschaft ausmachen, wäre eine ersatzlose Streichung auch nicht sachgerecht. Diese Problematik wird durch den Ansatz über den Net Asset Value angemessen begegnet, weil jede einzelne Immobilie und jede einzelne Beteiligung gesondert betrachtet wird. Auch ist nicht erkennbar, inwieweit es Verbundvorteile zwischen den einzelnen Assets geben könnte; deshalb kann die Unmöglichkeit der Berücksichtigung derartiger Synergieeffekte dem Net Asset Value-Verfahren nicht entgegengehalten werden.

Ganz wesentlich aber muss bei der Berechtigung dieser Methode auch gesehen werden, dass der Gesetzgeber diese Art der Bewertung als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds nunmehr ausdrücklich gesetzlich in § 168 KAGB, der § 36 InvG abgelöst hat, kodifiziert hat. Demgemäß kann auch unter Berücksichtigung der oben geschilderten Vorgaben der höchstrichterlichen Rechtsprechung das Net Asset Value-Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes der Custodia Holding Aktiengesellschaft herangezogen werden. Auch wenn es sich bei dieser Gesellschaft nicht um einen offenen Immobilienfonds handelt, zeigt doch die Wertung des Gesetzgebers, dass im Zusammenhang mit der Bewertung von Immobilien der Ansatz über den Net Asset Value eine geeignete Methode ist (vgl. OLG München AG 2020, 56, 57 f.; OLG



Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2016, Az. 21 W 36/15; LG München I, Beschluss vom 30.11.2016, Az. 5HK O 22066/02; LG Frankfurt NZG 2015, 635, 639 = AG 2015, 409, 411; LG Hamburg, Beschluss vom 29.6.2015, Az. 412 HK O 178/12; Creutzmann BewP 4/2007, S. 7 ff.; ders. BewP 2/2013, S. 64 ff.; Rehkugler in: Francke/Rehkugler, Immobilienmärkte und Immobilienbewertung, 2. Aufl., Anm. 13,2.4, S.434 ff.; Rehkugler in: Die Immobilien-AG – Chancen für Unternehmen und Investoren in: Die Immobilien-AG, Bewertung und Marktattraktivität, S. 1, 16 ff.; Thomaschowski/Rehkugler/ Nack in: Die Immobilien-AG, Bewertung und Marktattraktivität, S. 55, 57 ff.; Zajonz, Die Bewertung Europäischer Immobilienaktien, 1. Aufl.; Schulte/Matzen in: Festschrift für Drukarczyk zum 65. Geburtstag, S. 383, 387 ff.).

Die Ermittlung des Net Asset Value konnte ohne die Auswirkungen der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zur Vereinbarkeit der Regelungen über die Zinsschranke in §§ 4 h Abs. 1 und Abs. 2 EStG i. V. m. §§ 8 Abs. 1, 8 a Abs. 1 KStG erfolgen. Die Auswirkungen einer denkbaren Verfassungswidrigkeit dieser Regelung sind derzeit nicht absehbar. Angesichts dessen kann nicht davon ausgegangen werden, dies hätte bei der Wertermittlung einfließen müssen. Es ist nicht abzusehen, wie das Bundesverfassungsgericht für Zeiträume nach dem Stichtag entscheiden wird, wobei dies selbst dann gilt, wenn das Bundesverfassungsgericht die Unvereinbarkeit mit dem Grundgesetz feststellen sollte. Dies besagt noch nicht, dass die Zinsschranke dann wegfallen würde. Gerade im Steuerrecht beschränkt sich das Bundesverfassungsgericht vielfach auf die Feststellung der Unwirksamkeit mit dem Grundgesetz; es gibt dann dem Gesetzgeber auf, eine verfassungskonforme Regelung zu treffen, der im Interesse verlässlicher Finanz- und Haushaltsplanung bei haushaltswirtschaftlich bedeutsamen Normen nicht zwingend Rückwirkung beigemessen werden muss (vgl. BVerfGE 145, 106, 169 = NZG 2017, 828, 838 = AG 2017, 817, 827 = ZIP 2017, 1009, 1021 = GmbHR 2017, 710, 720). Wie eine derartige Regelung gegebenenfalls aussehen kann, war zum Stichtag der Hauptversammlung völlig offen.

Da die Ermittlung des Net Asset Value ohne den Ansatz von Steuern erfolgt, muss der Zinsvortrag für die Bewertung der Gesellschaft nach dieser Methode



ohne Relevanz sein. Bei den Steuerrückstellungen wurde ein möglicher teilweiser Verbrauch des bestehenden Zinsvortrags steuermindernd berücksichtigt, wie im Prüfungsbericht auf Seite 44 erläutert wurde.

a. Das Aktivvermögen der Custodia Holding Aktiengesellschaft war mit € 346,555 Mio. einschließlich der Wertpapiere im Umlaufvermögen anzusetzen.

- (1) Der Verkehrswert der insgesamt sechs Aktienpakete beläuft sich zum maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 21.6.2018 auf € 324,956 Mio., wie die Abfindungsprüfer in ihren Aufstellungen zu Alternativberechnungen festgestellt haben. Dabei durfte nicht auf einen Stichtagskurs zum Tag der Hauptversammlung abgestellt werden, sondern auf einen Durchschnitt von drei Monaten vor dem maßgeblichen Stichtag. Mit dem Ansatz dieses aus Gründen der Rechtssicherheit anzusetzenden Durchschnittskurses kann kurzfristigen stichtagsbedingten Schwankungen an den Kapitalmärkten entgegengewirkt werden, wobei es notwendig ist, wegen des Erfordernisses der Nähe zum Bewertungsstichtag eine vergleichsweise kurze Zeitspanne zu wählen (vgl. BVerfGE 100, 289, 309 f. = NJW 1999, 3769, 3772 = NZG 1999, 931, 933 = AG 1999, 566, 589 = ZIP 1999, 1436, 1442 = DB 1999, 1693, 1696 = BB 1999, 1778, 1781 = DNotZ 1999, 831, 835 – DAT/Altana; BVerfG NJW 2007, 828, 829 = NZG 2007, 228, 229 = AG 2007, 119, 120 = ZIP 2007, 175, 176 f. = BB 2007, 343, 344 – Siemens/SNI; BGHZ 147, 108, 118 = NJW 2001, 2080, 2082 = NZG 2001, 603, 605 = AG 2001, 417, 419 = ZIP 2001, 734, 736 f. = WM 2001, 856, 859 = GB 2001, 969, 971 = BB 2001, 1053, 1056 = JR 2002, 13, 15 – DAT Altana; BGHZ 186, 229, 233 = NJW 2010, 2657, 2658 = NZG 2010, 939, 940 f. = AG 2010, 629, 630 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = WM 2010, 1471, 1472 f. = DB 2010, 1693, 1694 = BB 2010, 1941 f. = Der Konzern 2010, 499, 501 = DNotZ 2011, 224, 225 – Stollwerck; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., § 305 Rdn.



101 ff.; Hüffer/Koch, AktG, 14. Aufl., § 305 Rdn. 42; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 9. Aufl., § 305 Rdn. 43 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., § 305 Rdn. 39; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 59). Diese für die Barabfindung entwickelten Grundsätze müssen auch gelten, wenn es um die Ermittlung des Wertes eines von der Gesellschaft gehaltenen Aktienpaketes gilt. Dadurch kann vermieden werden, dass es zu Manipulationen hinsichtlich des Zeitpunktes kommt. Aufgrund des Abstellens auf diesen Stichtag als Ende der Referenzperiode nehmen die Minderheitsaktionäre auch an einer positiven Entwicklung der Börsenkurse teile. Da allerdings der Gedanke der Vermeidung von Abfindungsspekulationen von Seiten der Antragsteller vorliegend nicht gilt, endet der 3-Monats-Zeitraum am Tag vor der maßgeblichen Hauptversammlung, nicht am Tag der Hauptversammlung. Dies ergibt sich aus allgemeinen Grundsätzen zur Fristenberechnung im Aktienrecht, wenn – wie bei der Unternehmensbewertung – auf einen bestimmten Stichtag abzustellen ist und ein Zeitraum davon maßgeblich ist. § 121 Abs. 7 Satz 1 AktG enthält eine Regelung, wonach bei Fristen und Terminen, die von der Versammlung zurückberechnet werden, der Tag der Hauptversammlung nicht mitzurechnen ist. In gleicher Weise wird für die Ermittlung des Referenzzeitraums für den Börsenkurs nach § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO der Tag der Bekanntmachung als maßgebliches Datum nicht mitgerechnet; vielmehr wird hier der Tag vor der Bekanntmachung als letzter Tag der Frist bzw. des Referenzzeitraums angesehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; speziell zu § 5 Abs. 1 WpÜG Ang-VOM Wackerbarth in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 31 WpÜG Rdn. 39; Krause in: Assmann/Pötzsch/Schneider, WpÜG, 2. Aufl., § 5 WpÜG-AngVO Rdn. 1).

An der Richtigkeit der Zahl der von der Gesellschaft gehaltenen Aktien entsprechend den Ausführungen in der Stichtagserklärung der



Wirtschaftsprüfer von und den Alternativberechnungen können keine Zweifel bestehen, weshalb die Berechnung des Antragstellers mit den dort angegebenen Aktienzahlen nicht nachvollzogen werden kann, zumal er keine Quelle nennt.

Die bereits ausgezahlten Dividenden der Swiss RE Ltd., von Nestlé S.A. und der Allianz SE wurden nach der Aussage von

während des Anhörungstermins in den liquiden Mitteln berücksichtigt, weshalb die entsprechende Rüge ins Leere geht. Soweit es um die bereits beschlossene, aber zum Stichtag noch nicht ausbezahlte Dividende der Cimic Group Ltd. in Höhe € 192.000,-- geht, floss diese als bestehende Forderung der Gesellschaft in die Ermittlung des Net Asset Value ein. Hinsichtlich noch nicht ausgezahlter Dividenden kommt dagegen eine Berücksichtigung nicht infrage. Insoweit ist eine erwartete Auszahlung im Börsenkurs abgebildet. Die Ankündigung oder auch nur die Erwartung einer Dividendenausschüttung stellt sich nicht als wertschaffende Maßnahme dar, sondern bedeutet lediglich die Bekanntgabe oder Erwartung einer bevorstehenden Verwendung eines bereits aus entsprechenden Erträgen generierten Vermögenswertes. Dabei kann aber der Börsenkurs nicht in einzelne Elemente zerlegt werden. Würde man dies zulassen, wäre der Börsenkurs nicht mehr geeignet, weil ein Herausrechnen einzelner, gegebenenfalls auch nicht hinreichend abgrenzbarer Einflussfaktoren auf den Kurs praktisch unmöglich ist. Ein Marktpreis lässt sich nicht in einzelne Wertelemente zerlegen (vgl. OLG Frankfurt, AG 2016, 667, 670 f.). Insoweit unterscheidet sich der Sachverhalt auch deutlich von dem, der dem Beschluss der Kammer vom 28.4.2015, Az. 5HKO 13475/01 zugrunde lag, weil es dort um die Verschmelzungswertrelation zweier Aktiengesellschaften ging und die damals beschlossenen Sonderausschüttungen wie auch die Dividenden bei den beiden Gesellschaften sehr unterschiedlich waren und die Sonderausschüttungen geradezu keiner dauerhaften Schaffung von Werten führte.



- (2) Keiner grundlegenden Korrektur bedarf der Ansatz des Goldkurses, der mit dem Schlusskurs zum 20.6.2018 von Bloomberg mit € 16,775 Mio. anzusetzen ist. Der auf diese Weise ermittelte Wert liegt über dem Durchschnitt der drei Monate vor dem Stichtag, der sich auf € 16,74 Mio. beläuft. Angesichts der Volatilität des Goldkurses mit Werten zwischen € 34,58681 pro Kilogramm Gold und 36,25479 je Kilogramm Gold und damit einer Abweichung von 4,82 % im Vergleich zum niedrigsten Goldkurs wäre auch dieser Ansatz nachvollziehbar, der sich indes zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirken würde. Einen Marktpreis von € 17,335 Mio. zum Stichtag konnten die Abfindungsprüfer nicht feststellen; ihre Überprüfung erfolgte anhand der Werte anderer Händler. Dabei führte der Degussa-Goldbestand zu einem um € 225.000,-- höheren Wert. Diese Abweichung rechtfertigt nicht den Ansatz eines höheren Wertes. Die Preisbildung bei Degussa an deren Goldbestand vollzieht sich ebenfalls nach den marktwirtschaftlichen Regeln, nach denen Angebot und Nachfrage den Preis bestimmen. Dies gilt in gleicher Weise für die Bayern LB, auf deren Erkenntnisse bei der Prüfung abgestellt wurde. Der Marktwert am 18.6.2018, auf den in der Stichtagserklärung abgestellt wurde, belief sich bei der Bayern LB auf € 16,654 Mio. und liegt damit rund € 170.000,-- unter dem in der Alternativberechnung angesetzten Wert auf der Basis der Erkenntnisse von Bloomberg.

Für die Ermittlung des Werts der Goldbarren der Custodia Holding Aktiengesellschaft konnte nicht der Preis je Feinunze Gold angesetzt werden, nachdem es für den Kilogramm-Preis eine eigene Wertermittlung gibt, die diesen Wert widerspiegelt - Goldbarren werden nicht mit dem Preis je Feinunze Gold gehandelt.

- (3) Der Wert des Grundstücks mit der Immobilie in Augsburg führt selbst dann nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung, wenn angesichts der Entwicklung auf dem Immobilienmarkt in dieser Stadt von einer Wertsteigerung von 15 % ausgegangen werden sollte. Bei einem Kaufpreis



von € 4,565 Mio. würde dies zu einem Wert von € 5,25 Mio. führen – also um einen um € 526.000,-- höheren Wert im Vergleich zu dem angesetzten Wert der Anschaffungskosten, die auch die Anschaffungsnebenkosten umfassten, wobei Kosten für die notarielle Beurkundung oder die Eintragung im Grundbuch offenkundig nicht den Wert des Grundstücks erhöhen, selbst wenn sie bilanziert werden. Aber selbst bei Ansatz dieses höheren Wertes könnte ein Unternehmenswert von mehr als € 241,4 Mio. nicht überschritten werden, wie die Alternativberechnung gezeigt hat.

- (4) Die im Umlaufvermögen ausgewiesenen Beteiligungen mit jeweils zwei Aktien an der Staatliche Mineralbrunnen AG sowie an der Nymphenburg Immobilien AG mit einem Gesamtwert von € 212,05 führen selbst dann nicht zu einem höheren Unternehmenswert, wenn ein höherer Börsenkurs herangezogen worden wäre, der bei der Staatliche Mineralbrunnen AG in den zwölf Monaten vor dem Bewertungsstichtag zwischen € 90,-- und € 100,-- lag. Dies würde bei der Staatliche Mineralbrunnen AG selbst beim Ansatz des Höchstwertes von € 100,- zu einer Erhöhung im Vergleich zum Ansatz im Bewertungsgutachten um € 128,-- führen, also um etwa 0,00005 %. Dieser Umfang rechtfertigt keinesfalls eine Erhöhung der Barabfindung. Für einen Ansatz der zwei Aktien der nicht börsennotierten Nymphenburg Immobilien AG mit einem Wert von € 560,-- bzw. € 580,-- entsprechend den Angaben in den Antragsschriften namentlich der Antragsteller zu 6) und zu 7) sowie der Antragsteller zu 52) bis 54) vermag die Kammer keinen hinreichenden Anhaltspunkt zu finden. Gerade aus einem einmal genannten Geldkurs bei der Valora Effekten AG lässt sich kein sicherer Rückschluss auf den tatsächlichen Wert der Aktie und der Beteiligung ziehen. Abgesehen davon aber würde auch eine Erhöhung des Wertes dieser beiden Aktien um knapp € 1.000,-- nicht zu einer Unangemessenheit der Barabfindung führen. Zudem rundeten bereits die Bewertungsgutachter den von ihnen angesetzten Wert der



Wertpapiere des Umlaufvermögens von € 4.609,34 auf € 5.000,-- auf, so dass diese Aufrundung bereits einen erheblichen Teil des nicht mehr vorgetragenen höheren Wertes der Aktien der Nymphenburg Immobilien AG absorbiert.

- (5) Der Ansatz der Beteiligung an der Münchener Löwenbräu Altershilfe GmbH führt nicht zu einer höheren Barabfindung, weil dieses Unternehmen ein Bankkonto als im Wesentlichen einzigen Vermögensgegenstand hat, aus dem Rentenempfänger Zahlungen von insgesamt rund € 50,— pro Monat erhalten. Diese Gesellschaft verfügt ausweislich des Prüfungsberichts über liquide Mittel bzw. kurzfristige Forderungen von etwa € 211.000,—, denen Rückstellungen von € 1.000,— gegenüberstehen, weshalb der Ansatz des Verkehrswerts in Höhe des handelsbilanziellen Eigenkapitals von € 210.000,— sachgerecht erfolgte.
- (6) Der Kassenbestand sowie die Guthaben bei Kreditinstituten wurden bei der Ermittlung des Net Asset Value zum Stichtag der Hauptversammlung ordnungsgemäß erfasst. Die Differenz zum Stand am 31.12.2017 resultiert aus Bilanzierungsfragen von Zahlungsabflüssen und -zuflüssen insbesondere auch im Zusammenhang mit der Veräußerung der Immobilie in der Maximilianstraße in München. Zudem müssen die Tilgung von Verbindlichkeiten bei der DZ Bank wie auch die von angesprochenen Reinvestitionen beachtet werden. Daher können insoweit keine Unklarheiten angenommen werden.
- (7) Auf die Frage des Vorhandenseins eines steuerlichen Einlagenkontos im Sinne des § 27 KStG kann es schon deshalb nicht ankommen, weil der Net Asset Value ohne Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern ermittelt wird.



- (8) Bei ihren Prüfungshandlungen fanden die Abfindungsprüfer entsprechend ihrer Angaben im Anhörungstermin keinerlei Hinweise auf das Vorhandensein weiteren (nicht betriebsnotwendigen) Vermögens wie beispielsweise von Kunstgegenständen.
- b. Die bei der Bewertung nach dem Net Asset Value-Verfahren anzusetzenden Verbindlichkeiten der Gesellschaft wurden mit einem Verkehrswert von € 199,751 Mio. entsprechend der Stichtagserklärung der Abfindungsprüfer zutreffend berücksichtigt.
- (1) Dies gilt zunächst für den Ansatz der Verbindlichkeiten, deren Marktwert sich auf € 168,23 Mio. beläuft.
- (a) Dabei musste namentlich der Kredit bei der UniCredit Bank AG mit einem Nominalwert von € 105 Mio. ebenso einfließen wie der Barwert der beiden Swap-Geschäfte in Höhe von € 13,064 Mio., die jeweils einen Bezugsbetrag von € 105 Mio. und noch ausstehende Zinsen des in einer Summe zurückzuzahlenden Kredits bis zum 8.6.2027 aufwiesen. Die Notwendigkeit der Einbeziehung der Zinsswaps resultiert aus der Überlegung, dass dieses Geschäft zu einer Verbindlichkeit der Gesellschaft führt. Aus den beiden abgeschlossenen Zinssatzswaps – einem Payer- und einem Receiver-Swap – resultiert eine fixierte Belastung von 1,39 % p.a. über die gesamte Laufzeit, die sich unabhängig von der Entwicklung des künftigen Niveaus der Marktzinsen darstellt. Die Swaps stellen sich im Ergebnis als ein die Gesellschaft wirtschaftlich belastender Vertrag dar, wie dies die Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht wie auch bei der Anhörung im Termin vom 19.12.2019 geschildert haben. Dem kann nicht entgegengehalten werden, der Zinsswap diene nur der Absicherung der Gesellschaft gegen Zinsveränderungen in der Zukunft nach dem Wirksamwerden des Squeeze out-Beschlusses. Die



Gesellschaft ist auf den Fortbestand auch in Zukunft ausgerichtet. Die Berücksichtigung künftiger Verbindlichkeiten bei der Ermittlung des Marktwertes einer Verbindlichkeit ist daher gerechtfertigt. Auch steht dies in Einklang mit der Wurzeltheorie. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind danach solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38 = NZG 1999, 70, 71; BGH NZG 2016, 139, 143 = AG 2016, 135, 141 = ZIP 2016, 110, 115 = WM 2016, 157, 162 = = BB 2016, 304, 305 = DB 2016, 160, 165 = NJW-RR 2016, 231, 236 = DStR 2016, 424, 427 = MDR 2016, 337, 338; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 553; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585715; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Da die Verträge über die beiden Zinsswaps bereits am 9./10.10.2013 abgeschlossen wurden, musste ihr Marktwert in den Net Asset Value der Gesellschaft einfließen. Angesichts der aktuellen Zinsentwicklung wäre bei einem Verkauf des Zinsswaps, der den Zinssatz auf 1,39 % deckelte, der Marktwert negativ. Deshalb muss dieser Wert in den Marktwert der Verbindlichkeiten einfließen und diesen entsprechend erhöhen.

Der Buchwert des Darlehens entspricht seinem Marktwert, weil nur ein kurzfristig variabler Zinssatz, orientiert am jeweiligen 3-Monats-Euribor zuzüglich einer Marge von 0,69 % vereinbart



wurde, die nach der Analyse der Abfindungsprüfer marktüblich ist.

- (b) Aus demselben Grund konnte auch der Buchwert der bei der ausgeschöpften Rahmenkreditlinie mit € 50 Mio. als Marktwert angesetzt werden, nachdem diese eine unbestimmte Laufzeit hat und mit einem variablen Zinssatz in Höhe des 1-Monats-Euribor zuzüglich eines Spreads von 0,45 % aufweist.
- (2) Der Ansatz der Rückstellungen für Pensionen mit ihrem Marktwert von € 18,14 Mio. erfolgte sachgerecht. Diese resultieren aus Verpflichtungen gegenüber ehemaligen Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmern im Zusammenhang mit operativen Geschäftsaktivitäten, die vor dem Zeitpunkt des Beginns der vermögensverwaltenden Tätigkeit entstanden und unter Berücksichtigung eines Todesfalls mit dem genannten Marktwert anzusetzen sind, der über dem Buchwert liegt. Der nach IFRS herangezogene Rechnungszins muss nicht erhöht werden. Die Anwendung der IFRS-Grundsätze erachtet die Kammer als zutreffend, weil auch die Ermittlung des Unternehmenswertes nach der Net Asset Value-Methode zukunftsorientiert ist und die Bewertung mit dem Fair Value nach IFRS als zukunftsorientierte Rechnungslegung diesem Ansatz besser gerecht wird als die sich an historischen Zinsen orientierende Bewertung nach dem HGB; anderenfalls käme es zu einem Systembruch bei der Bewertung. Die Bilanzierung nach § 253 Abs. 2 Satz 1 HGB verlangt eine Abzinsung von Rückstellungen mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr mit dem ihrer Restlaufzeit entsprechenden durchschnittlichen Marktzinssatz, der sich im Falle von Altersrückstellungen aus den vergangenen zehn Geschäftsjahren ergibt. Demgegenüber stellen die Rechnungslegungsgrundsätze des IFRS auf den Stichtagszins ab (vgl. Prinz/Keller DB 2016, 1033, 1037 f.; Küting/Cassel DB 2012, 697, 703). Demgemäß gehen die Grundsätze in IAS 37.36 davon aus, der als Rückstellung angesetzte Betrag



stelle die bestmögliche Schätzung der Ausgabe dar, die zur Erfüllung der Verpflichtung zum Abschlussstichtag erforderlich ist. IAS 37.45 folgt daraus, dass für eine wesentliche Wirkung des Zinseffekts im Zusammenhang mit der Erfüllung der Verpflichtung eine Rückstellung in Höhe des Barwerts der erwarteten Ausgabe zu bilden ist.

Die Auflösung weiterer Rückstellungen musste nicht in die Bewertung einfließen. Es kann nicht davon ausgegangen werden, dass es bis zum Stichtag der Hauptversammlung zu nennenswerten Auflösungen von Rückstellungen kam, nachdem sich diese im Geschäftsjahr 2017 auf € 19.000,-- und im Geschäftsjahr 2016 auf € 2.000,-- beliefen, wie von der Bewertungsgutachterin im Termin zur mündlichen Verhandlung erläuterte.

- (3) Gegen die weiteren Ansätze bei den Verbindlichkeiten wurden Einwendungen nicht erhoben, weshalb sie der Ermittlung des Unternehmenswerts zugrunde gelegt werden können.
- c. Abziehen ist weiterhin der Barwert der Verwaltungskosten. Da für die Verwaltung des Unternehmens Kosten ebenso anfallen wie Verbindlichkeiten bestehen, die nicht im Verkehrswert des Wertpapier- und Immobilienportfolios abgebildet sind, muss der jeweilige Barwert dieser Positionen ermittelt werden, der dann wertmindernd durch Abzug vom Verkehrswert in die Ermittlung des Unternehmenswerts der Custodia Holding Aktiengesellschaft eingeht. Bei der Kapitalisierung kann ein Kapitalisierungszinssatz von 7,38 % herangezogen werden, woraus sich dann ein Barwert von € 26,441 Mio. errechnet.
- (1) Nicht korrekturbedürftig ist der Ansatz der nachhaltigen jährlichen Verwaltungskosten von € 1,95 Mio., bei denen die Bezüge der Organmitglieder in Höhe von € 1,4 Mio. den größten Anteil ausmachen. Eine Korrektur dieser Positionen muss nicht erfolgen, selbst wenn sie als nicht gering einzustufen sein werden. Die Vergütung beruht für den



Vorstand auf den entsprechenden Vorstandsdienstverträgen und bezüglich der Vergütungen der Aufsichtsratsmitglieder, die in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen abgebildet sind, auf entsprechenden Beschlüssen der Hauptversammlung, die die Grundlage hierfür bilden und demzufolge regelmäßig in die Unternehmensbewertung einfließen müssen

Dabei kann nicht davon ausgegangen werden, die Vergütung für zwei Vorstandsmitglieder sowie sechs Aufsichtsratsmitglieder sei bereits unangemessen hoch. Die Abfindungsprüfer wiesen im Termin vom 19.12.2019 auf die von ihnen vorgenommene Plausibilisierung durch den Vergleich mit externen Verwaltungsgebühren hin, der von der Bewertungsgutachtern vorgenommen worden sei. Bei einer Beauftragung einer externen Vermögensverwaltung und den verbleibenden Kosten für den administrativen Bereich bestätigte sich nach den Ausführungen von _____ im Rahmen der mündlichen Verhandlung die Bandbreite, innerhalb derer der angesetzte Betrag lag, auch wenn dieser im oberen Bereich angesiedelt ist. Er verwies zudem darauf, dass keine inflationsbedingten Kostensteigerungen angesetzt worden seien, was sich dann zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt, weil anderenfalls der Barwert der Verwaltungskosten ansteigen würde. Dann aber liegt der ermittelte Kostenblock für die Tätigkeit der Organmitglieder noch innerhalb der Grenzen, in denen sich ein von Verantwortungsbewusstsein getragenes, ausschließlich am Unternehmenswohl orientiertes, auf sorgfältige Ermittlung der Entscheidungsgrundlagen beruhendes unternehmerisches Handeln auch bei Vergütungsentscheidungen bewegen muss (vgl. BGH NJW 2006, 522, 523 = NZG 2006, 141, 143 = ZIP 2006, 72, 73 = WM 2006, 276, 278 = DB 2006, 323 = NStZ 2006, 214, 215 f.). Es ist nicht erkennbar, dass es für diese vereinbarten Zahlungen keine vertragliche Grundlage gebe. Das Verhältnis zwischen fixer und variabler Vergütung von 2/3 zu 1/3 in einem normalen Geschäftsjahr, auf das _____ als Vorstandsmitglied der Custodia Holding Aktiengesellschaft im Termin



vom 19.12.2019 hinwies, kann auch nicht als unangemessen bezeichnet werden. Dabei mussten bezüglich der Vorstandsvergütung der Aufsichtsrat angesichts der fehlenden Börsennotierung der Custodia Holding Aktiengesellschaft nicht einmal die Vorgaben aus § 87 Abs. 1 Satz 2 und Satz 3 AktG beachten, wonach bei börsennotierten Gesellschaften die Vergütungsstruktur auf eine nachhaltige Unternehmensentwicklung auszurichten ist. Von einer offensichtlich unangemessenen Vergütung im Sinne einer Verschwendung von Gesellschaftsvermögen (vgl. hierzu Fleischer in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 87 Rdn. 24) kann angesichts dieses Gesamtbildes nicht ausgegangen werden. Dies zeigt sich auch daran, dass nach den Erfahrungen von

bei der Betreuung eines Aktivvermögens in der Größenordnung der Custodia Holding AG ein Vorstand durch die Lektüre und damit verbundene Analyse von Geschäftsberichten auch der Peer Group-Unternehmen, den Besuch von Kapitalmarktveranstaltungen oder die Lektüre der einschlägigen Presseberichterstattung gut ausgelastet sein kann, was die Gehälter der beiden Vorstandsmitglieder durchaus rechtfertigen kann. Auch ist die wirtschaftliche Lage der Gesellschaft gemäß § 87 Abs. 1 Satz 1 AktG in die Beurteilung der Angemessenheit der Vergütung einzubeziehen. Diese muss bei Jahresüberschüssen in den Jahren 2015 bis 2017 von € 13,927 Mio., € 62,987 Mio. und € 66,073 Mio. als gut angesehen werden.

- (2) Soweit gerügt wird, die Personalkosten müssten nach der Veräußerung der Immobilie in München deutlich sinken, ist dem auch hier entgegen zu halten, dass die entsprechenden Lohnzahlungen vertraglich vereinbart waren und von der Gesellschaft nicht ohne Weiteres einseitig reduziert werden können, solange kein Personalabbau erfolgt. Dieser ist aber nach der Aussage von _____ aus dem Vorstand der Gesellschaft sowie dem Verfahrensbevollmächtigten der Antragsgegnerin nicht möglich, weil die Gesellschaft nur eine Vollzeitmitarbeiterin beschäftigt.



- (3) Allerdings müssen bei den laufenden Verwaltungskosten gegenläufige Effekte aus der Abzugsfähigkeit der laufenden Verwaltungskosten als Betriebsausgaben berücksichtigt werden. Deshalb wird insoweit ein Abzug vorzunehmen sein, den die Abfindungsprüfer mit 30 % ansetzen, wobei sich dieser Abzug aus Körperschaftsteuer und Gewerbesteuer zusammensetzt.
- (4) Die so ermittelten jährlichen Verwaltungskosten müssen dann indes abgezinst werden, wobei der Kapitalisierungszinssatz auf 7,38 % vor Steuern festzusetzen ist. Der Ansatz persönlicher Ertragsteuern verbietet sich hier, weil der Unternehmenswert nach dem Konzept der Net Asset Value-Methode keine persönlichen Ertragsteuern aufweist und es hier vor allem um die Verwaltungskosten geht, auf die die Anteilseigner keinerlei persönliche Ertragsteuern zahlen.
 - (a) Der Basiszinssatz war dabei unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 1,25 % vor Steuern festzusetzen. Er 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 Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. 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 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, Praxis-handbuch 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.



- (b) Bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen 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; AG 2020, 133, 135 = WM 2019, 2104, 2113; 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).
- (aa) Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 6,25 % vor Steuern für die Differenz der Rendite des riskanten Marktportfolios und der Rendite der sicheren Anlage erfolgte auf der Basis des (Tax-)CAPM und der Empfehlung des FAUB des EDW jedenfalls nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre, weil



bei einer niedrigeren Marktrisikoprämie der Barwert der Verwaltungskosten steigen würde und sich damit der Net Asset Value verringern würde.

- (bb) Das unternehmensindividuelle Risiko konnte hier aus der Gruppe der sechs börsennotierten Aktiengesellschaften ermittelt werden, nachdem dieses Portfolio den Wert der Custodia Holding Aktiengesellschaft entscheidend prägt. Dabei erfolgte der Ansatz eines verschuldeten Beta-Faktors von 0,86 auf der Grundlage eine fünfjährigen Beobachtungszeitraums mit monatlichen Renditeintervallen gegen einen breiten lokalen Index. Die durch das Unlevern ermittelte unverschuldete Marktrisikoprämie von 0,63 und des Anteils des Grundstücks am Gesamtportfolio von 0,01 führt somit zu einem unverschuldeten Beta-Faktor von 0,64. Bezüglich des Grundstücks wurde ein Beta-Faktor von 1,0 angesetzt. Dieser für eine Immobilie vergleichsweise hohe Beta-Faktor führt indes nicht zu einem Nachteil der Minderheitsaktionäre, weil ein Absinken des anteiligen Beta-Faktors wiederum eine niedrigeren Risikozuschlag und damit einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz zur Folge hätte, weshalb der Barwert der Verwaltungskosten ansteigen würde.

Dieser unverschuldete Beta-Faktor von 0,64 muss jedoch durch das Relevern noch an die Verschuldungsstruktur der Gesellschaft angepasst werden. Dabei ist es nachvollziehbar, wenn entsprechend der Planung der Gesellschaft von einer autonomen Finanzierungsstrategie und damit einhergehenden sicheren Steuervorteilen ausgegangen wird. Die Wirtschaftsprüfer von _____ wie auch die Abfindungsprüfer legten als Verschuldungsgrad den Quotient aus dem Marktwert des verzinslichen Fremdkapitals und dem Marktwert des Eigenkapitals entsprechend dem



Net Asset Value zugrunde und gelangten so zu einer Verschuldungsquote von rund 77 %. Daraus ergibt sich dann der verschuldete Beta-Faktor von 0,98.

Auf den unternehmenseigenen Beta-Faktor der Custodia Holding AG konnte nicht abgestellt werden, weil dieser wegen der mangelnden Liquidität der Aktie nicht aussagekräftig ist. Diese zeigt sich bereits an den Bid-Ask-Spreads der Aktien der Gesellschaft, die ausweislich des Prüfungsberichts im betrachteten zweijährigen Zeitraum vor der Ankündigung der Strukturmaßnahme im Mittel bei rund 4,0 % lagen. Bei Aktien mit einem geringen Handelsvolumen liegt der Bid-Ask-Spread deutlich über dem sehr liquider Aktien. Daher müssen Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit geringem Handelsvolumen einen erheblich höheren Abschlag auf ihre Bruttorendite hinnehmen als Käufer bzw. Verkäufer einer Aktie mit hohem Handelsvolumen. Infolge dessen wird ein rationaler Investor nicht unmittelbar auf jede neue Kapitalmarktinformation reagieren, weil er bei jeder Transaktion erhebliche Renditeabschläge hinnehmen müsste durch die höheren Bid-Ask-Spreads. Folglich zeigt sich das tatsächliche Risiko eines Unternehmens nicht am empirisch ermittelten Beta-Faktor, da der Kurs aufgrund der hohen Transaktionskosten nur träge auf neue Kapitalmarktinformationen reagiert. Die Grenze, bis zu der Bid-Ask-Spreads auf eine hinreichende Liquidität hinweisen, wird üblicherweise in einer Größenordnung von 1,25 % gezogen; die beobachteten Bid-Ask-Spreads lagen also sehr deutlich über dieser Grenze.

Zudem konnten die Abfindungsprüfer ausweislich ihres Prüfungsberichts für die von ihnen betrachteten Zeiträume von zwei und drei Jahren auf der Basis monatlicher



Renditen sowie über einen fünfjährigen Zeitraum mit monatlichen Renditeintervallen unter Heranziehung des Bestimmtheitsmaßes R^2 und des t-Tests keine statistisch signifikanten Beta-Faktoren ermitteln.

- (cc) Die Bewertungsgutachter verzichteten auf den Ansatz eines Wachstumsabschlags, was auch aus Sicht der Kammer nicht zwingend erscheint, weil auch die Annahme inflationsbedingt moderat steigender Verwaltungskosten als durchaus vertretbar angesehen werden müsste. Doch würde dies einen steigenden Barwert der Verwaltungskosten zur Folge haben, weshalb sich der Ansatz der Bewertungsgutachterin nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirkt.

Angesichts dessen kommt es selbst dann, wenn es zu Anpassungen einzelner Positionen kommen sollte, die der Wertermittlung der Custodia Holding AG zugrunde gelegt werden können, nicht zu einer Erhöhung der Barabfindung. Die Abfindungsprüfer haben nur eine Alternativberechnung vorgelegt, bei der es zu einer Erhöhung der Barabfindung um 0,66 % auf € 412,70 kommen würde. Die darin vorgenommene Herabsetzung des Barwerts der Verwaltungskosten auf der Grundlage jährlicher Verwaltungskosten in Höhe von € 1,4 Mio. kann aus den oben genannten Gründen indes nicht als realistisch und plausibel angesehen werden. Abgesehen davon kann nicht davon ausgegangen werden, dass mit Blick auf die Schätzung des Unternehmenswertes und der damit verbundenen Prognose, die auch beim Net Asset Value-Verfahren vorgenommen werden muss, sachgerecht sein kann, eine Barabfindung als unangemessen anzusehen, die lediglich um 0,66 % höher liegt als die von der Hauptversammlung beschlossene (vgl. OLG München AG 2020, 133, 137 f. = WM 2019, 2104, 2116 f.; OLG Frankfurt AG 2012, 330, 334 f. = ZIP 2012, 371, 376; OLG Stuttgart AG 2011, 205, 211; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21.2.2019, Az. 26 W 4/18



(AktE) – zitiert nach Juris; LG München I LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15).

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs.

- (1) Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM



2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 88 f.; Veil/Preisser in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 61; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 45, 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden.

- (2) Allein der Umstand, dass die Aktien der Custodia Holding Aktiengesellschaft im Zeitraum von drei Monaten vor der am 12.2.2018 erfolgten Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht nur mehr im Freiverkehr an der Börse Hamburg gehandelt wurden, wird einer Relevanz des Börsenkurses noch nicht entgegenstehen. Der Handel im Freiverkehr ist dann zu berücksichtigen, sofern ein so liquider Börsenhandel stattgefunden hat, dass die dabei erzielten Börsenpreise auch den Verkehrswert widerspiegeln. Diese müssen in erster Linie aussagekräftig sein, so dass aus ihnen als Folge der Marktbewertung der Aktie verlässlich ein typisierender Preis abgebildet werden kann, zu dem ein Minderheitsaktionär die Akte am Stichtag hypothetisch hätte verkaufen können (vgl. OLG München NZG 2014, 1230 f. = AG 2014, 714, 715 = ZIP 2014, 1589 f. = WM 2014, 2373, 2374 = Der Konzern 2015, 42, 43 f.; OLG Düsseldorf AG 2008, 498, 501; Riegger/Gayk in: Kölner



Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 76). Zwar wird von einer hinreichenden Aussagekraft des Börsenkurses auszugehen sein, nachdem die Abfindungsprüfer in ihrem Prüfungsbericht festgestellt haben, dass die aus § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO abgeleiteten Kriterien, die also wesentlicher Maßstab für die Beurteilung der Aussagekraft der Börsenkurse als Wertuntergrenze für die Barabfindung im Rahmen aktienrechtlicher Strukturmaßnahmen herangezogen werden können (vgl. OLG Stuttgart AG 2008, 783, 787; OLG Frankfurt, Beschluss vom 9.4.2010, Az. 5 W 57/09 – zit. nach juris; OLG Karlsruhe ZIP 2015, 1874, 1877 = AG 2015, 789, 792 = Der Konzern 2016, 35, 48; ZIP 2018, 122, 125 = Der Konzern 2017, 540, 542; OLG Frankfurt AG 2014 822, 827; OLG Karlsruhe AG 2015 789, 792 = ZIP 2015, 1874, 1877; Happ/Bednarz in: Festschrift für Stilz, 2014, S. 219, 227 f.; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7, Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten – Corporate Litigation, 5. Aufl., § 34 Rdn. 160), erfüllt sind. Angesichts dessen vermag der Hinweis auf mangende Handelbarkeit nicht zu überzeugen. Der von den Abfindungsprüfern ermittelte gewichtete Durchschnittskurs lag jedoch im maßgeblichen dreimonatigen Referenzzeitraum bei € 380,67. Damit aber bleibt er unter der angebotenen Barabfindung von € 410,-- je Aktie und muss folglich unberücksichtigt bleiben.

- b. Soweit es um den Vortrag geht, der gesamte Vermögensbestand müsse veräußert und anschließend zu deutlich höheren Renditen von 7,7 % bzw. 11,6 % angelegt werden, rechtfertigt dies keine Erhöhung der Barabfindung. Dieser Ansatz übersieht nämlich, dass diese angedachte Vorgehensweise mit dem Unternehmenskonzept, wie es sich zum Stichtag der Hauptversammlung zeigt, nicht vereinbar ist. Es gab keinerlei Anzeichen dafür, dass ein derartiges Anlagekonzept von der Gesellschaft in Erwägung gezogen würde; folglich kann es auch nicht berücksichtigt werden.



- c. Über den Ertragswert der Custodia Holding AG kann ein höherer Unternehmenswert und damit eine höhere Barabfindung nicht abgeleitet werden.
- (1) Dies ergibt sich bereits daraus, dass ein solcher bereits nicht zwingend ermittelt werden musste. Zwar ist der Ertragswert bei einem werbenden Unternehmen eine grundsätzlich geeignete Methode zur Ermittlung des Unternehmenswerts im Wege der erforderlichen Schätzung. Doch schließt dies nicht aus, nach den konkreten Umständen des Einzelfalls eine andere Methode anzuwenden (vgl. BGHZ 207, 114, 126 f. = NZG 2016, 139, 142 = AG 2016, 135, 139 = ZIP 2016, 110, 114 = WM 2016, 157, 161 = DB 2016, 160, 163 f. = BB 2016, 304 = Der Konzern 2016, 88, 91 f. = NJW-RR 2016, 231, 235), sofern sie wissenschaftlich anerkannt und in der Praxis üblich ist, worauf bereits oben unter II. 1. hingewiesen wurde. Dabei ist es nicht geboten, zur Bestimmung des wahren „Wertes“ stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München, Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG Düsseldorf AG 2016, 864, 865; LG München I AG 2020, 222, 223).
- (2) Abgesehen davon lässt sich über die Ertragswertmethode kein höherer Unternehmenswert abbilden. 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 gewonnen, 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 AG 2007, 287, 288; WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; 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; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 27.11.2019, Az. 5HK O 6321/14).

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; AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2107; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; 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). Die Notwendigkeit einer solche Korrektur kann hier nicht bejaht werden.

- (a) Die Planung ging bei den Wertpapieren von einem im Vergleich zum Geschäftsjahr 2018 um 2 % erhöhte Steigerung der Dividendenausschüttungen aus, was als plausibel erachtet werden muss – ungeachtet der Tatsache, dass die Höhe der Dividenden ohnehin schwierig zu schätzen ist. Weiterhin wurden die Umsatzerlöse aus der Vermietung der Immobilie in Augsburg angesetzt. Die Umsätze sollen im Geschäftsjahr 2019 € 174,1 Mio. getragen; in der Ewigen Rente sind sie mit € 175,9 Mio. angesetzt. Im Geschäftsjahr 2018 sind noch die Mieten für den Monat Januar



aus der danach veräußerten Immobilie in der Maximilianstraße 30 /30 a in München enthalten, die nach der Veräußerung entfallen. Da die Gesellschaft nur für das Jahr 2018 die Veräußerung der Cimic-Aktien aus ihrem Wertpapierportfolio plant, für die Folgejahre aber keine derartigen Maßnahmen geplant sind, waren nur im Geschäftsjahr 2018 oder 2019 sonstige betriebliche Erträge in Höhe von € 163,19 Mio. angesetzt.

(b) Die Annahmen zur Thesaurierung und zur Ausschüttung müssen nicht korrigiert werden.

(aa) In der Detailplanungsphase sind wie geschehen die konkreten Planungen der Gesellschaft für die Geschäftsjahre 2018 und 2019 zugrunde zu legen, wie sie im Bewertungsgutachten von _____ auf Seite 51 beschrieben sind. Danach soll im Jahr 2018 eine Dividende in Höhe von € 10,-- je Stammaktie und im Jahr 2019 eine Dividende von € 100,-- je Stammaktie und von € 0,62 je Vorzugsaktie ausgeschüttet werden. Zu Bewertungszwecken wurde eine phasengleiche Ausschüttung angesetzt.

(bb) Nicht zu beanstanden ist der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 50 % im Terminal Value. Anders als in der Detailplanungsphase kann bei der Festlegung der Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente nicht auf die Planung des Unternehmens zurückgegriffen werden, weil es eine solche ab den Jahren 2020 ff. nicht mehr gibt. 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 AG 2020, 222, 224; 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; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16). Der Kammer sind die marktüblichen Werte auch aus anderen Spruchverfahren bekannt, weshalb gegen den Ansatz einer innerhalb der genannten Bandbreite von Ausschüttungsquoten, die zwischen 40 und 60 % bzw. 70 % liegt, angesiedelte Ausschüttungsquote von 50 % keine Bedenken bestehen.

- (c) Die Steuerlast wurde beim Ertragswertverfahren sachgerecht abgebildet. Dabei floss auch ein möglicher (teilweiser) Verbrauch des bestehenden Zinsvortrages nach §§ 4 h EStG, 8 Abs. 1, 8 a KStG steuermindernd in die Bewertung ein, der am 31.12.2017 ca. € 44 Mio. betrug. Im Planjahr 2018 wurde die Nutzung in Höhe von 35 Mio. und im Planjahr 2019 von € 9 Mio. unterstellt, so dass der Zinsvortrag in vollem Umfang zugunsten der Minderheitsaktionäre berücksichtigt wurde. Diesen Vortrag der Antragsgegnerin zur Verwertung des Zinsvortrags in der Planung wurde von den Antragstellern nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.
- (d) Der Ansatz eines Kapitalisierungszinssatzes von 6,55 % in der Detailplanungsphase und von 5,55% im Terminal Value begegnet keinen Bedenken.
- (aa) Hinsichtlich des Basiszinssatzes in Höhe von 1,25 % vor Steuern kann im Wesentlichen auf die obigen Ausführungen unter B. I. 1. c. (4) (a) verwiesen werden. Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der



Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, 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 AG 2020, 222, 225; 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).

- (bb) Der notwendigerweise entsprechend den obigen Ausführungen unter B. I. 1. c. (4) (b) auch bei der Ermittlung des Ertragswerts anzusetzende Risikozuschlag muss nicht verändert werden.



Hinsichtlich der Marktrisikoprämie gehen sowohl die Bewertungsgutachterin wie auch die Abfindungsprüfer von einem Wert von 5 % nach Steuern aus, der der ständigen Rechtsprechung der Kammer entspricht (vgl. nur LG München I AG 2020, 222, 226 f.; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18, Beschluss vom 29.11.2019, Az. 5HK O 6321/14).

Nicht zu beanstanden ist auch der Ansatz eines verschuldeten Beta-Faktors von 1,13 %, auch wenn dieser deutlich über dem Wert des zur Kapitalisierung der Verwaltungskosten herangezogenen Beta-Faktors liegt. Dies resultiert nämlich aus der Tatsache, dass zur Vermeidung einer Inkonsistenz der Bewertung dieser auf dem Marktwert des nach dem (vereinfachten) Ertragswertverfahrens ermittelten Eigenkapitals abgestellt werden muss, der deutlich über dem Wert liegt, der beim Net Asset Value zugrunde gelegt wurde.

- (cc) Soweit zum Teil geltend gemacht wurde, der Wachstumsabschlag müsse auf 2 % erhöht werden, vermag dies eine andere Beurteilung der Angemessenheit der Barabfindung nicht zu rechtfertigen. hat während der Anhörung darauf verwiesen, dass auch mit diesem erhöhten Wachstumsabschlag eine höhere Barabfindung nicht erreicht werden könne. Ausgehend von dem in einem vereinfachten Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert von € 149,028 Mio. und einer daraus abgeleiteten Barabfindung von € 253,11 je Aktie müsste es zu einer Erhöhung um nahezu 62 % kommen. Dies ist nach den Erfahrungen der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren ausgeschlossen, selbst wenn man zusätzlich – worauf auch der Prüfungsbericht hinweist – davon ausgeht,



das Ertragspotenzial der Custodia Holding Aktengesellschaft werde durch das vereinfachte Ertragswertverfahren nicht restlos ausgeschöpft.

Einen Widerspruch zwischen der Höhe der Marktrisikoprämie und der Höhe des Wachstumsabschlags vermag die Kammer nicht zu erkennen. Dies resultiert aus der unterschiedlichen Funktion der Marktrisikoprämie einerseits und dem Wachstumsabschlag andererseits. Die Marktrisikoprämie bildet – wie bereits oben ausgeführt – Differenz der Rendite des riskanten Marktportfolios und der Rendite der sicheren Anlage ab. Diese Renditedifferenz ist unabhängig von dem Wachstumsabschlag. Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlags ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. 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 München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; AG 2020, 133, 137 = WM 2020, 2104, 2115; OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41; LG München I Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 16.4.2019,



Az. 5HK O 14963/17; Beschluss vom 28.3.2020, Az. 5HK O 3374/18; Beschluss vom 29.11.2019, Az. 5HK O 6321/14).

d. Über den Liquidationswert lässt sich eine Erhöhung der Barabfindung nicht erreichen.

- (1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorräte, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragsteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O. S. 761). Soweit teilweise die Ansicht vertreten wird, der Liquidationswert bedeute stets die Untergrenze des Unternehmenswertes (vgl. KG WM 1971, 764; Fleischer in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, a.a.O., § 8 Rdn. 36 ff.), vermag die Kammer dieser Ansicht nicht zu folgen. Der Liquidationswert ist dann nicht als Wertuntergrenze anzusehen, wenn keine Absicht besteht, das Unternehmen zu liquidieren, nicht die finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht unvertretbar erscheint oder der Unternehmer den Anspruchsgegnern nicht zur Liquidation verpflichtet war (vgl. BGH NJW 1982, 2497, 2498; OLG Düsseldorf AG 2004, 324, 327; LG München I, Beschluss vom 31.10.2007, Az. 5HK O 16022/07; Beschluss vom 19.12.2014, Az. 5HK O 20316/09; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5 HK O 24402/13; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7 – Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), 5. Aufl., §



34 Rdn. 174). Dies resultiert aus der Überlegung heraus, dass bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

- (2) Angesichts einer Barabfindung von € 318,50 je Aktie, die auf einem von den Abfindungsprüfern bestätigten Liquidationswert von € 187,529 Mio. beruht, kann selbst unter Zugrundelegung der Gegenauffassung eine höhere Barabfindung nicht festgesetzt werden.
3. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht veranlasst.
- a. 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.
- (1) 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; AG 2020, 133, 138 f. = WM 2019, 2104, 2118 f.; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; 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 sowie der ausführlichen



Erläuterungen in einem mehrstündigen Anhörungstermin durch die Abfindungsprüfer 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 Puskajler 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; Beschluss vom 29.8.2017, Az. 5HK O 16585/15; 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.

Eine denkbare Mitgliedschaft der beiden Abfindungsprüfer im Institut der Wirtschaftsprüfer im Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V. begründet kein Bestellungsverbot im Sinne des § 319 Abs. 1 bis Abs. 4 HGB, der aufgrund der Verweisung in §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 1 AktG Anwendung findet. Angesichts dessen muss die Kammer auch nicht entscheiden, inwieweit sich daraus ein Verwerbungsverbot ableiten ließe. Einen Ablehnungsgrund vermag die Kammer gleichfalls nicht zu erkennen. Dabei muss bereits davon ausgegangen werden, dass die Vorschriften über die Sachverständigenablehnung in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 30 Abs. 1 FamFG, 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO auf den gerichtlich bestellten Prüfer bereits keine Anwendung finden. Das Spruchverfahrensgesetz behandelt ihn aufgrund der Vorschrift des § 8 Abs. 2 nicht als Sachverständigen, sondern als sachverständigen Zeugen, weshalb die Vorschriften über die Ablehnung eines Sachverständigen auf ihn nicht anwendbar sind (vgl. LG München I, Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; LG Stuttgart, Beschluss vom 23.3.2017, Az. 31 O 1/15; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 11). Abgesehen davon wäre ein Befangenheitsgrund auch nicht zu bejahen. Ein solcher ergibt sich nicht aus einer denkbaren Mitgliedschaft der Abfindungsprüfer im IDW. § 4 Abs. 9 der Satzung des IDW enthält nämlich keine unbedingte Verpflichtungserklärung des Wirtschaftsprüfers auf die Vorgaben des IDW. Zwar hat jedes Mitglied die Prüfungsstandards aufgrund dieser Vorschrift zu beachten. Aufgrund von § 4 Abs. 9 Satz 2 und Satz 3 der Satzung kann eine sorgfältige Prüfung indes ergeben, dass ein Prüfungsstandard nicht anzuwenden oder hiervon abzuweichen



ist. Somit bietet die genannte Selbstverpflichtung genügend Raum für die dem Abfindungsprüfer auferlegte unparteiische Überprüfung (vgl. OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406; LG München I, Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17). Ein Ablehnungsgrund lässt sich auch nicht daraus ableiten, dass namentlich _____ gerichts- bekannt in anderen Fällen als gerichtlich bestellter Prüfer und Sachverständiger tätig wurde und gegebenenfalls auch Privatgutachten zur Unternehmensbewertung erstellt. Zwar wird davon auszugehen sein, dass bei einem (gerichtlich bestellten) Sachverständigen, der in derselben Sache für einen nicht unmittelbar am Rechtsstreit beteiligten Dritten ein entgeltliches Privatgutachten zu einem gleichartigen Sachverhalt erstattet hat, ein Ablehnungsgrund besteht, weil dann die Besorgnis besteht, er werde von einer früher geäußerten Begutachtung nicht abweichen (vgl. BGH MDR 2017, 479 f. = VersR 2017, 641, 642 = NJW-RR 2017, 569, 570 m.w.N. auch zur Gegenauffassung). Von einem gleichgelagerten Sachverhalt kann vorliegend aber nicht ausgegangen werden, wenn die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer völlig andere Unternehmen bewertet haben (vgl. auch OLG Karlsruhe AG 2018, 405, 406). In dem vom BGH entschiedenen Fall ging es dagegen um die Frage, dass möglicherweise die zu begutachtende Hüftgelenksprothese aus derselben Modellreihe stammte wie die, die dort bestellte Sachverständige auch als Privatgutachter zu beurteilen hatte. Vorliegend wird auch von Seiten der Antragsteller nicht vorgetragen, _____ sowie _____ und _____ seien früher mit der Bewertung der Custodia Holding Aktiengesellschaft befasst gewesen.

- (2) Die Kammer hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der Wirtschaftsprüfer der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin _____ und _____ verfügen zweifelsohne über die zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung erforderliche Fachkompetenz. Sie haben sowohl im



Prüfungsbericht als auch bei ihrer mündlichen Anhörung die vorgenommenen Prüfungshandlungen deutlich dargestellt und dabei auch begründet, warum sie – auch in Auseinandersetzung mit unterschiedlichen in der betriebswirtschaftlichen Literatur vertretenen Auffassungen – die Ansätze aus dem Bewertungsgutachten von

namentlich zum Net Asset Value für angemessen und sachgerecht begründet erachtet. Dies macht deutlich, dass sich Herr

und ihrer Aufgabe und Funktion als Prüfer in vollem Umfang bewusst war und die Feststellungen der Bewertungsgutachter kritisch durchleuchtet haben. Dabei haben sie gerade bei der Herleitung des Beta-Faktors nicht nur den Ansatz von

übernommen, sondern das Ergebnis der Analyse eines fünfjährigen Referenzzeitraums mit monatlichen Renditeintervallen gegen einen breiten nationalen Index abgeglichen mit den Ergebnissen, die sich aus der Heranziehung von monatlichen Renditeintervallen über fünf Jahre und ebenso für zwei Jahre und drei Jahre jeweils mit wöchentlichen Renditeintervallen gegen den größten nationalen Index ermittelt und mit dem Ergebnis der Bewertungsgutachter abgeglichen. Im Rahmen ihrer mündlichen Anhörung haben sie sich eingehend, umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen und Einwendungen gegen die Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswerts der Custodia Holding Aktiengesellschaft auseinandergesetzt. An ihrer Fachkompetenz hat die Kammer keinen Zweifel. Auch nahmen sie in ihrem Prüfungsbericht durchaus kritisch zu einzelnen Ansätzen der Bewertungsgutachter Stellung, indem sie beispielsweise die Höhe der Verwaltungskosten hinterfragten. Gerade bei der vereinfachten Ermittlung des Ertragswerts verwiesen sie zudem auf eine gewisse Unterschätzung des Ertragspotenzials der Gesellschaft hin, auch wenn sich dies im Ergebnis nicht auswirken konnte.



- (3) Bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Custodia Holding Aktiengesellschaft konnten auch die Aussagen im Bewertungsgutachten von _____ sowie von _____ im Termin vom 19.12.2019 einfließen. Ein Ausschluss der Berücksichtigung der Erwägungen der Bewertungsgutachter in ihrem Bewertungsgutachten sowie der Angaben von _____ im Verlauf der mündlichen Verhandlung kommt nicht in Betracht. Sie können im Wege der freien Beweiswürdigung durch die Kammer verwertet werden, wobei sich die Kammer bewusst ist, dass es hierbei um den Vortrag eines Beteiligten geht. Da die Erkenntnisse der Bewertungsgutachter vom Abfindungsprüfer einer umfassenden Überprüfung unterzogen wurden, hat die Kammer allerdings keinen Zweifel an ihrer Richtigkeit, zumal sie sich in das Gesamtbild des zu bewertenden Unternehmens einfügen.
- b. Eine Anordnung zur Einholung einer ergänzenden Stellungnahme auf der Grundlage von § 8 Abs. 2 SpruchG an die Abfindungsprüfer musste nicht ergehen. Dies gilt zunächst für die Höhe der Vergütung der Aufsichtsratsmitglieder, nachdem diese im Jahre 2015 ausweislich des Geschäftsberichts bei € 404.000,-- lagen und die Vergütungen für Organmitglieder nach den Ausführungen von _____ von der Bewertungsgutachterin nicht stark schwankten. Daher kann kein für die Ermittlung des Net Asset Value relevanter Erkenntnisgewinn erwartet werden. Ebenso wenig muss wegen der Auflösung der Rückstellungen eine entsprechende Anordnung ergehen, weil diese in den beiden Vorjahren nicht hoch waren und angesichts des sehr stabilen Geschäftsmodells der Gesellschaft nicht erkennbar ist, warum sich dieser Umfang drastisch geändert haben könnte. Die Bewertung der Aktien der Nymphenburg Immobilien AG und der Staatliche Mineralbrunnen AG ist so niedrig, dass eine exakte Kenntnis der Erlöse bzw. Börsenkurse keine Erhöhung des Net Asset Value in einem Umfang nach sich ziehen kann, der zu einer höheren Barabfindung führen würde.



- c. Eine Beweisaufnahme zu der Äußerung des Vorstands in der Hauptversammlung zu einem Wert des Goldbestands von € 17,335 Mio. namentlich durch die Einvernahme von Zeugen kommt mangels Entscheidungserheblichkeit nicht in Betracht. Die festgesetzte Barabfindung von € 410,-- je Aktie entspricht bei 588.783 außenstehenden Aktien einem Unternehmenswert von € 241,401 Mio., während der Ansatz eines Werts von € 17,335 Mio. für den Goldbestand zu einem im Vergleich zu dem in der Stichtagserklärung der Abfindungsprüfer angegebenen Unternehmenswert von € 229,079 Mio. nur um € 560.000,-- höheren Ansatz der Aktiva und damit des Net Asset Value führen würde. Selbst wenn dies in die Ermittlung des mit Hilfe der Net Asset Value-Methode abgeleiteten Unternehmenswerts sowie zusätzlich die gegenläufige Berücksichtigung der Steuergutschrift von 30 % mit einer zugunsten der Minderheitsaktionäre erfolgenden Anpassung von € 8,260 Mio. bei den Verwaltungskosten auf der Grundlage des Mittelwerts entsprechend Tz. 190 des Prüfungsberichts – mithin Verwaltungskosten von € 17,287 Mio. – einfließen würden, käme man zu einem Unternehmenswert von € 238,571 Mio., was einer Abfindung von € 405,19 entspräche. Somit aber würde der höhere Ansatz des Goldbestandes keine Erhöhung der Barabfindung nach sich ziehen. Nichts anderes gilt für zusätzlich unterstellte weitere Anpassungen. Dies gilt zunächst für die vorgetragene Wertsteigerung der Immobilie in Augsburg in einem Umfang von € 520.000--, deren Berücksichtigung zu einem Net Asset Value von € 239,09 Mio. und damit einer immer noch unterhalb der festgesetzten Barabfindung führenden Barabfindung von € 406,08 führen würde. Auch bei einem von den Antragstellern zu 21), zu 22), zu 30) bis 32), zu 46) und zu 77) ermittelten gewichteten Durchschnittskurs der Wertpapiere entsprechend den Ausführungen in ihrer Antragsschrift von € 326,088 Mio. mit dessen weiterer Berücksichtigung neben der Wertsteigerung der Immobilie in Augsburg um 15 % gelangt man zu einem Net Asset Value von lediglich € 240,62 Mio., was einer Barabfindung von € 408,67 je Aktie entsprechen würde.



d. Die Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft namentlich zu den Verwaltungskosten 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.

- (1) 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; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; 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; Puskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57). 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 Vertragsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.
- (2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von _____ sowie der Vertragsprüfer 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 Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers 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.; OLG München WM 2019, 2014, 2119 f.; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.11.2019, Az. 5HK O 6321/14; Puskajler 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 keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

Angesichts dessen konnten die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung keinen Erfolg haben.

III.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 1 SpruchG n.F.; Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 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. 1 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 19.12.2019 nochmals eine deutlich erhöhte Klarheit und vertiefte Erkenntnisse zu wesentlichen Parametern des Net Asset Value 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.