

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 16505/08

Verkündet am 14.2.2014

Urkundsbeamter der Geschäftsstelle



In dem Spruchverfahren

wegen Abfindung und Ausgleich

erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen, durch Vorsitzenden Richter am Landgericht _____, Handelsrichterin _____ und Handelsrichter _____ nach mündlicher Verhandlung vom 14.5.2009 am 14.2.2014 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die Anträge auf Bestimmung einer angemessenen Abfindung werden zurückgewiesen.

- II. Der Ausgleich gemäß § 3.1 des Ergebnisabführungsvertrages zwischen der _____ vom 06.05.2008 wird auf € 0,74 abzüglich der Körperschaftsteuer-Belastung nebst Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils geltenden Tarifs festgesetzt.

- III. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.

- IV. Der Geschäftswert des Verfahrens sowie der Wert für die Berechnung der von der Antragsgegnerin an den Gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre zu erstattenden Kosten wird auf € 200.000,-- festgesetzt.

G r ü n d e:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin sowie die B.. AG (im Folgenden: B... AG oder Gesellschaft) schlossen am 6.5.2008 einen Ergebnisabführungsvertrag, aufgrund dessen § 1.1 sich die B... AG verpflichtete, vorbehaltlich einer Bildung und Auflösung von Rücklagen nach § 1.2 ihren gesamten während der Vertragsdauer ohne die Gewinnabführung entstehenden Gewinn entsprechend den Vorschriften des § 301 AktG an die Antragsgegnerin abzuführen. In § 3.1 verpflichtete sich die Antragsgegnerin, während der Dauer des Vertrages den außenstehenden Aktionären der Gesellschaft einen angemessenen Ausgleich in Geld („Ausgleichszahlung“) als jährlich widerkehrende Leistung zu zahlen. Als Höhe der Ausgleichszahlung legte der Vertrag einen Betrag von € 0,64 € je Stückaktie an der B... AG abzüglich deutscher Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag auf den körperschaftsteuerpflichtigen Teil nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende Geschäftsjahr geltenden Steuersatz fest. Alternativ zur Ausgleichszahlung nach § 3 verpflichtete sich die Antragsgegnerin in § 4.1 des Vertrages, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs der B... AG dessen Stückaktien an dieser Gesellschaft im Umtauschverhältnis von 8,02 zu 11,62 gegen Übertragung von Stückaktien an der Antragsgegnerin, mithin gegen eine Abfindung in Höhe von 1,45 Stückaktien an der Antragsgegnerin je Stückaktie an der B... AG zu erwerben, wobei etwaige Spitzenbeträge durch eine Zuzahlung gemäß der jeweils anteiligen Höhe des Werts einer Stückaktie an dem Gesamtunternehmen der B... AG ausgeglichen werden sollten. Die Vorstände der beiden Aktiengesellschaften hatten am 4.4.2008 die Absicht zum Abschluss eines Gewinnabführungsvertrages mittels Ad hoc-Mitteilung bekanntgemacht.

Die Hauptversammlung der über ein in 5,2 Mio. Stückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 5.200.000,- verfügenden B... AG, deren satzungsgemäß

mäßiger Unternehmensgegenstand in erster Linie im Erwerb und der Verwaltung eigenen Vermögens, insbesondere von Immobilien und Beteiligungen an anderen Unternehmen und Gesellschaften liegt, stimmte dem Ergebnisabführungsvertrag am 18.6.2008 zu. Im Rahmen ihres Geschäftsbetriebes hielt die B... AG 100 % der Kommanditanteile der H... GmbH & Co. KG sowie 100 % der Geschäftsanteile der als Komplementärin dieser Gesellschaft fungierenden H... Geschäftsführungs-GmbH, deren Stammkapital sich auf € 25.000,-- belief. Über die H... GmbH & Co.KG wurde der operative Brauereibetrieb fortgeführt, den die Gesellschaft früher selbst tätigte. Am 25.6.2008 fasste die Hauptversammlung der Antragsgegnerin den Beschluss über die Zustimmung zum Ergebnisabführungsvertrag. Die Kernkompetenzen der Antragsgegnerin lagen im Bereich des Erwerbs und der Verwaltung eigener Immobilien und der Beteiligung an Gesellschaften mit Immobilienvermögen.

- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung erstellten die Vorstände der beiden Gesellschaften den auf § 293 a AktG gestützten gemeinsamen Vertragsbericht (Anlage AG 2) und ermittelten dabei in Anwendung des Ertragswertverfahrens einen Unternehmenswert der Gesellschaft von € 41,16 Mio. oder € 7,92 je Aktie; für die Antragsgegnerin war ein Unternehmenswert in Höhe von € 130,345 Mio. ausgewiesen, woraus sich bei 17.084.000 Aktien rein rechnerisch ein Wert je Aktie von € 7,63 ableiten ließ. Der auf Daten des Informationsdienstleisters Bloomberg ermittelte umsatzgewichtete Durchschnitt des Börsenkurses lag in einem Zeitraum vom 4.1.2008 bis zur Ankündigung des Unternehmensvertrages für die B...-Aktie bei € 11,62 und für die V...-Aktie bei € 8,02 je Aktie. Der Ermittlung des Ertragswertes lagen jeweils Planungsunterlagen für die Jahre 2008 bis 2012 zugrunde. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse wurde für beide Gesellschaften ein Basiszinssatz von 4,75 % vor Steuer angesetzt. Für beide Gesellschaften wurde in Anwendung des (Tax-)CAPM ein Risikozuschlag von 3 % angesetzt, der sich aus einer Marktrisikoprämie von 5 % und einem Beta-Faktor von 0,6 zusammensetzte. In der Phase der Ewigen Rente wurde sowohl bei der B...

AG wie auch bei der Antragsgegnerin ein Wachstumsabschlag von 1 % in Ansatz gebracht. Zur Ermittlung des Ausgleichs ging der gemeinsame Vertragsbericht von einem risikoadjustierten Verrentungszinssatz von 5 % aus.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 9.4.2008, Az.: 5HK O 5823/08 zum gemeinsamen Vertragsprüfer bestellte A... GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 7.5.2008 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, dass die festgesetzte Abfindung ebenso wie die Ausgleichszahlung als angemessen zu beurteilen seien. Hinsichtlich der näheren Einzelheiten der vorliegenden Unternehmensbewertungen wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 2 und AG 3 Bezug genommen.

Die B... AG plante für das Jahr 2009 eine Kapitalerhöhung zur Finanzierung von Immobilienzukäufen, wobei das Grundkapital durch die Ausgabe von insgesamt 5.200.000 neuer Stückaktien verdoppelt werden sollte, was angesichts eines geplanten Ausgabepreises von € 12 je Aktie zu einem Eigenkapitalzufluss in Höhe von € 62,4 Mio. führen sollte. Die Planung der Antragsgegnerin zur Finanzierung des weiteren Aufbaus ihres Immobilienvermögens sah für die Jahre 2008, 2009 und 2010 Kapitalerhöhungen von € 27 Mio., € 71 Mio. und € 22,5 Mio. vor. Die Finanzierung der Zukäufe durch die Antragsgegnerin sollte insgesamt im Verhältnis von 30 % Eigenkapital zu 70 % Fremdkapital erfolgen.

- c. Der Ergebnisabführungsvertrag wurde am 10.7.2008 in das Handelsregister am Sitz der B... AG eingetragen und im zentralen Unternehmensregister am 14.7.2008 sowie im „Donaukurier“ vom 16.7.2008 bekanntgemacht. Am 31.7. sowie am 13.8.2008 wurden Berichtigungen der Handelsregistereintragung zum Vertrag vorgenommen, wobei die Berichtigung vom 13.8.2008 am 29.8.2008 bekanntgemacht wurde. Alle Antragsteller waren im Zeitpunkt des Eingangs ihrer Anträge bei Gericht jeweils Aktionäre der Gesellschaft, wobei die Anträge der Antragsteller zu 1) bis 15) spätestens am

14.10.2008, die der Antragsteller zu 16) bis 19) per Telefax am 28.11. und am 1.12.2008 im Original bei Gericht eingegangen.

2. Zur Begründung ihrer Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die Abfindung von 1,45 Stückaktien der Antragsgegnerin je Stückaktie der B... AG sei ebenso unangemessen wie die jährliche Ausgleichszahlung von € 0,64 brutto je Stückaktie.
 - a. Hinsichtlich der Abfindung zeige sich dies namentlich an der bereits fehlerhaft erfolgten Ableitung des Unternehmenswertes bei der B... AG mittels Ermittlung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens ohne Ansatz des Netto-Substanzwerts oder des Net Asset Value-Wertes; nur der Net Asset Value bewerte angemessen die stillen Reserven des Immobilienvermögens. Die Planungsanalyse der B... AG weise neben einer durch die Einbeziehung der Jahre 2005/2006 fehlerhaften Vergangenheitsanalyse erhebliche Mängel auf, was sich schon an einem weit geringeren Umsatz- und Ergebnisanstieg im Vergleich zur Antragsgegnerin zeige. Während bei dieser von einer Verdoppelung der Umsatzerlöse bis zum Jahr 2012 ausgegangen werde, komme es bei der Gesellschaft nur zu einer Einrechnung des bereits abgeschlossenen Kaufs von Immobilien im Volumen von € 153 Mio. für die Jahre 2008 bis 2010. Eine weitere Entwicklung scheine nicht geplant zu sein. Der Ansatz einer durchschnittlichen Mietrendite bezogen auf die Anschaffungskosten bei der Bewertung der B... AG müsse angesichts des Ansatzes einer durchschnittlichen Mietrendite von 7,5 % bei der Antragsgegnerin nach oben korrigiert werden. Ebenso zeige der Ansatz jährlicher Abschreibungen in Höhe von 3 % auf die Anschaffungskosten bei der Gesellschaft die mangelnde Plausibilität der Planung angesichts der deutlichen Diskrepanz zu der mit jährlichen Abschreibungen von 2 % rechnenden Antragsgegnerin. Eine auch nur ansatzweise erfolgte Plausibilisie-

Die Abweichung der Getränkeergebnisse lasse sich nicht erkennen. Der zu pessimistische Planansatz bei der Gesellschaft zeige sich auch an der Ad hoc-Mitteilung vom 30.3.2009 mit 20 % über den Planzahlen liegenden Ergebnissen.

Die Antragsgegnerin wiederum plane mit einem zu hohen Verschuldungsgrad, weil ein Ansatz von 30 % Eigenkapital und 70 % Fremdkapital nicht sachgerecht sei; die Planung eines höheren Eigenkapitaleinsatzes führe aufgrund des Leverage-Effekts zu einer geringeren Gesamtrendite und damit zu einem niedrigeren Ergebnis.

Der Kapitalisierungszinssatz bedürfe gleichfalls Korrekturen in all seinen Elementen. Der Basiszinssatz sei deutlich zu hoch angesetzt, weil der Zinssatz für 10-jährige Bundesanleihen zum Stichtag 4 % betragen habe und eine Wiederanlage nur zu den aktuell gültigen Zinssätzen erfolgen könne. Das zur Ermittlung des Risikozuschlages herangezogenen (Tax-)CAPM sei von seinem Ansatz her bereits ungeeignet. Zudem sei eine Marktrisikoprämie von 5 % bei der B... als Immobiliengesellschaft mit Fokussierung auf Gewerbeimmobilien zu hoch. Die Annahme des Beta-Faktors sei nicht anhand des konkreten unternehmenseigenen Beta-Faktors der B... AG angesetzt. Die herangezogene Peer Group sei wegen des Fehlens von Unternehmen mit Getränkesegmenten ungeeignet. Angesichts der zu erwartenden Inflationsrate im Euro-Raum von 2 % müsse der Wachstumsabschlag deutlich nach oben korrigiert werden.

Bei der Relation der Börsenkurse müsse auf einen Referenzzeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung und nicht auf den Zeitraum vor der Bekanntgabe des Squeeze Out mittels Ad hoc-Mitteilung am 4.4.2008 abgestellt werden. Zudem fehle eine Ermittlung des Liquidations- wie auch des Substanzwertes der beiden Gesellschaften.

- b. Der festgesetzte Ausgleich stelle sich neben dem Ansatz eines zu niedrigen Ertragswerts auch deshalb auch als unangemessen dar, weil der angenommene Verrentungszinssatz von 5 % nicht nachvollzogen werden könne, jedenfalls aber zu niedrig sei, weil der volle risikoadjustierte Kapitalisierungszinssatz zugrunde gelegt werden müsse. Auch gehe das Bewertungsgutachten von einem falschen Unternehmenswert aus, weil fehlerhaft nicht der Börsenwert in Bezug auf den Stichtag der Hauptversammlung als Ausgangsgröße herangezogen worden sei.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge. Zur Begründung beruft sie sich im Wesentlichen darauf, die festgesetzte Abfindung sei ebenso angemessen wie der Ausgleich. In Bezug auf die Antragsteller zu 16) bis 19) müsse zudem bereits von der Unzulässigkeit der Anträge angesichts des Eingangs nach Ablauf der Frist von drei Monaten ab der Bekanntgabe des Squeeze Out-Beschlusses im Unternehmensregister am 14.7.2008 ausgegangen werden. Die Korrektur hätte sich lediglich darauf bezogen, dass ein Ergebnisabführungsvertrag abgeschlossen worden sei und nicht ein Beherrschungsvertrag, wie in der ersten Korrektur mit dem dann richtigen Datum vermerkt worden sei.

 - a. Die Unternehmenswerte der B... AG und der Antragsgegnerin seien zutreffend ermittelt worden. Unterschiede in den prognostizierten Ergebnissen der beiden Gesellschaften seien vor allem auch bei den Mietrenditen den unterschiedlich strukturierten Portfolien der beiden Gesellschaften geschuldet; für die schon länger im Bestand der Antragsgegnerin befindlichen Objekte seien niedrigere Kaufpreise gezahlt worden als bei vergleichbaren Immobilien neueren Datums. Die B... AG habe für neu entwickelte Immobilien höhere Preise zahlen müssen mit der Folge negativer Auswirkungen auf die rechnerische Rendite. Daraus resultiere auch der unterschiedliche Ansatz bei den Abschreibungen. Durch die Bauweise bei Gartencentern komme es

zu einer geringeren Nutzungsdauer und dementsprechend höheren Abschreibungsquoten. Bei beiden Gesellschaften beruhe der Ansatz der Steigerung der Mieterlöse auf den vertraglichen Vereinbarungen. Der von Seiten der Antragsteller verlangte Ansatz über den Net Asset Value spiegele nicht den wahren Wert der einzelnen Aktie wider, weil es sich um einen rein rechnerischen Wert handle, bei dem der buchmäßige Wert der bilanzierten Verbindlichkeiten vom Gesamtwert der Vermögensgegenstände abgezogen werden. Die Darstellung der Immobilienzugänge in der Entwicklung des Anlagevermögens im Vertragsbericht lasse sich dem Umfang der Investitionen bei der B... AG im Zeitraum von 2008 bis 2010 mit einem Wert von € 136 Mio. entnehmen; der von Seiten der Antragsteller genannte Betrag von € 153 Mio. enthalte auch Objekte, für die es lediglich Absichtserklärungen gegeben habe, weshalb diese in der Planung nicht vollumfänglich zu berücksichtigen seien. Angesichts dessen beziehe sich die Entwicklung der Mietrendite von 7 % auf die gesamten Zugänge in Höhe von € 136 Mio., woraus sich eine rechnerische Erlössteigerung in Höhe von rund € 9,5 Mio. ergebe, die in die Entwicklung der Umsatzerlöse von 2007 bis 2012 zutreffend eingeflossen sei. Ab dem Jahr 2010 sehe die Planung Investitionen nur mehr aus dem frei verfügbaren Liquiditätsüberschuss vor, womit sich ab dem Jahr 2011 die Planung mit unterschiedlich hohen Wachstumsraten der geplanten Mieten erkläre. Der Bereich „Getränke“ der B... AG sei detailliert geplant und in den Beteiligungserträgen der Gesellschaft aus dem Getränkebereich abgebildet. Der geplante Ausgabebetrag für die Kapitalerhöhung des Jahres 2009 sei angesichts der Orientierung am Ausgabebetrag der gegen Ende 2006 durchgeführten Kapitalerhöhung plausibel.

Der Umstand des über dem Beteiligungsergebnis der B... AG liegenden Betriebsergebnisses der Antragsgegnerin resultiere aus deren höheren Immobilienbestand, der auch die leichten Vorteile der höheren Eigenkapitalquote der Gesellschaft kompensiere. Der Ansatz des Fremdkapitalanteils bei der

Antragsgegnerin entspreche den vertraglichen Vereinbarungen mit den kreditgebenden Banken und den hieraus fortgeschriebenen Relationen für die Zukunft.

Der für beide Gesellschaften einheitlich angesetzte Kapitalisierungszinssatz bedürfe keiner Korrektur. Der Basiszinssatz müsse bei beiden Gesellschaften begriffsnotwendig in identischer Höhe angesetzt werden. Angesichts des sowohl von der B... AG als auch von der Antragsgegnerin jeweils verfolgten Geschäftsmodells, das keine messbar andere Renditeerwartung aufweise, müsse auch der Risikozuschlag einheitlich gewählt werden. Der Immobiliensektor präge angesichts eines Anteils von 97,6 % am gesamten Vermögen die B... AG so stark, dass ein Rückgriff auf die Verhältnisse am Getränkemarkt nicht den tatsächlichen Verhältnissen entspreche. Der Beta-Faktor der B... AG entspreche angesichts der weitgehenden Übereinstimmung der wirtschaftlichen Daten der beiden Gesellschaften dem der Antragsgegnerin. Auch stelle das (Tax-)CAPM zur marktgestützten Ermittlung des Risikozuschlages, der die im Vergleich zur Alternativanlage höhere Unsicherheit der erzielbaren Rendite reflektiere, eine geeignete Methode auf der Basis kapitalmarkttheoretischer Überlegungen dar. Im Vergleich zum CAPM bedeute es die methodisch korrektere und auch einfachere Methode im Vergleich zur bewertungstechnischen Möglichkeit, von dem Rendite-Risikozusammenhang des CAPM auszugehen und auf Alternativrenditen nach persönlichen Steuern überzuleiten; diese letztgenannte Vorgehensweise sei dann nicht sachgerecht, wenn zwischen der Besteuerung und Zinserträgen, Dividenden und Veräußerungsgewinnen unterschieden werden müsse. Angesichts der vergleichbaren wirtschaftlichen Verhältnisse beider Gesellschaft müsse auch der Wachstumsabschlag mit demselben Wert von 1 % angesetzt werden, der auch angemessen sei, weil es an der Möglichkeit einer vollständigen Überwälzung der Inflation auf die Mieter fehle.

Der Referenzkurs für den Ansatz des Börsenwertes sei zutreffend unter Zugrundelegung des maßgeblichen Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Maßnahme an die Kapitalmärkte ermittelt worden. Der Liquidationswert bilde vorliegend angesichts der geplanten Fortführungsabsicht und der fehlenden finanziellen Notwendigkeit zur Liquidation keine Grundlage für die Abfindung. Ebenso könne auf die Ermittlung des Substanzwertes verzichtet werden.

- b. Beim Ausgleich dürfe nicht der volle Kapitalisierungszinssatz angesetzt werden, weil die Verzinsung bei Bestehen eines Ergebnisabführungsvertrages als quasi sicher anzusehen sei und sich der Verrentungsfaktor daher als Durchschnittszinssatz aus einem quasi sicheren Basiszinssatz und dem risikoadjustierten langfristigen Kapitalisierungszinssatz des zu bewertenden Unternehmens ergebe. Daher könne der ab dem Jahr 2013 gültige Kapitalisierungszinssatz vor Abzug der Wachstumsrate herangezogen werden. Bei einem festen Ausgleich komme der Börsenkurs nicht zum Tragen.
4.
 - a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 30.1.2009 (Bl. 55 d.A.) Herrn Rechtsanwalt ... zum gemeinsamen Vertreter der nicht als selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 56 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung dieser Bestellung im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt neben dem fehlerhaften Ansatz des Referenzzeitraums ebenfalls die fehlende Überlegenheit des (Tax-)CAPM zur sachgerechten Ermittlung des Risikozuschlages, die unterbliebene Berücksichtigung des Liquidations- und/oder Substanzwertes sowie die fehlende Erläuterung der unterschiedlichen Mietrenditen in dem Vertragsbericht sowie im Bericht des gemeinsamen Vertragsprüfers.
 - b. In der mündlichen Verhandlung vom 14.5.2009 hat das Gericht den gerichtlich bestellten Vertragsprüfers, Herrn Wirtschaftsprüfer Dipl.-Kfm. G... aus

der A... GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft, angehört. Ferner hat das Gericht Beweis erhoben gemäß Beweisbeschluss vom 14.10.2010 (Bl. 123/128 d.A.), modifiziert durch Beschluss vom 16.12.2010 (Bl. 142/144 d.A.), durch Einholung eines schriftlichen Gutachten des Sachverständigen Dipl.-Kfm. ... W.... Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung des Vertragsprüfers sowie der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 14.5.2009 (Bl. 101/112 d.A.) und das Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen W... vom 11.7.2013 (Bl. 191/332 d.A.).

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 14.5.2009 (Bl. 101/112 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Abfindung und eines höheren Ausgleichs sind zulässig, jedoch nur in Richtung auf den Ausgleich begründet. Als angemessener Ausgleich war ein Betrag von € 0,74 brutto abzüglich der Körperschaftsteuerbelastung nebst Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils geltenden Tarifs festzusetzen.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 1 und Satz 2 SpruchG. Im Falle eines Ergebnisabführungsvertrages ist aufgrund dieser Vorschrift antragsberechtigt jeder außenstehende Aktionär, der zum Zeitpunkt der Antragstellung Anteilsinhaber ist. Die Antragsteller haben den jeweiligen Sachvortrag innerhalb der Antragsfrist geleistet; dieser wurde bezüglich aller Antragsteller von der Antragsgegnerin nicht mehr bestritten, nachdem ihr das Gericht die entsprechenden Bankbescheinigungen – jedenfalls zum Teil nochmals – zugeleitet hatte.

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gestellt.
 - a. Aufgrund von § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG kann der Antrag auf gerichtliche Entscheidung in einem Verfahren nach § 1 SpruchG nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem in den Fällen eines Gewinnabführungsvertrages die Eintragung des Bestehens des Unternehmensvertrages im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Ausschlaggebend für das Fristende kann dabei nicht die Bekanntmachung vom 14.7.2010 sein, sondern nur die vom 29.8.2011, mit der es zu einer erneuten Berichtigung kam und mit der erstmals der Gegenstand des Spruchverfahrens – nämlich ein Ergebnisabführungsvertrag vom 6.5.2008 zwischen der B... AG und der Antragsgegnerin, dem die Hauptversammlung der B... AG mit Beschluss vom 18.6.2008 zugestimmt hat – korrekt bezeichnet wurde. Eine Bekanntmachung an die Öffentlichkeit kann eine Frist für die Einleitung eines gerichtlichen Verfahrens nur dann in Gang setzen, wenn diese in vollem Umfang den Tatsachen entspricht und nicht – wie hier – fehlerhaft war, auch wenn dies nur Einzelpunkte betraf. Durch die Bekanntmachung wird eine materiell-rechtliche Ausschlussfrist in Gang gesetzt, deren Versäumung die Anträge unzulässig macht. Dann aber ist es aus Gründen des Justizgewährungsanspruches, wie er aus dem Rechtsstaatsprinzip in Verbindung mit den Grundrechten, insbesondere Art. 2 Abs.

1 GG abgeleitet wird, erforderlich, dass die Bekanntmachung in allen Einzelheiten richtig erfolgt (vgl. zu der ähnlichen Problematik in § 58 Abs. 2 VwGO Meissner/Schenk in: Schoch/Schneider/Bier, VwGO, 25. Erg.Lfg. 2013, § 58 Rdn. 55). Ein Ergebnisabführungsvertrag ist nicht gleich zu setzen mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag oder einem isolierten Beherrschungsvertrag, da bei dem Ergebnisabführungsvertrag zwar Gewinne abgeführt werden müssen, der Gesellschaft aber keine nachteiligen Weisungen im Sinne des § 308 AktG erteilt werden können, die der Vorstand grundsätzlich auch befolgen muss. Demgemäß ist es für die Frage, inwieweit ein Aktionär ein Spruchverfahren einleiten möchte, durchaus erheblich zu erfahren, ob „nur“ die Gewinne abgeführt werden oder auch nachteilige Weisungen erfolgen können, die zur Folge haben, dass nach der Beendigung des Unternehmensvertrages die Gesellschaft eine völlig andere Struktur haben und gegebenenfalls auch in ihren Vermögensbestandteilen ausgezehrt sein kann. Ebenso ist die Art des Vertrages von Bedeutung dafür, für welche Art der Kompensation sich ein außenstehender Aktionär entscheidet.

- b. Eine verfrühte Antragstellung liegt in keinem Fall vor, weshalb die Kammer auch nicht zu entscheiden hat, inwieweit dies der Zulässigkeit entgegenstehen würde (vgl. hierzu Wasmann in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 7 m.w.N.). Dabei ist nämlich zu beachten, dass eine Bekanntmachung der Eintragung des Ergebnisabführungsvertrages im elektronischen Bundesanzeiger aufgrund der Regelung in § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 SpruchG gerade nicht vorgeschrieben ist, weshalb das Fehlen der Veröffentlichung in diesem Medium für das vorliegende Verfahren ohne Bedeutung ist. Entscheidend ist nach dem eindeutigen Gesetzeswortlaut die Bekanntmachung nach § 10 HGB in dem von der Landesjustizverwaltung betriebenen elektronischen Informations- und Kommunikationssystem. Aufgrund der Vorschrift des Art. 61 Abs. 4 Satz 1 EGHGB erfolgte zusätzlich noch am 16.7.2013 die Bekanntmachung in der Tageszeitung „Donaukurier“. Zeitlich und rechtlich kommt es aber ungeachtet der Regelung in Art.

61 Abs. 4 Satz 1 EGHGB ausschließlich auf die elektronische Bekanntmachung im elektronischen Unternehmensregister an (vgl. BT-Drucks. 16/2781 S. 85 – Beschlussempfehlung des Rechtsausschusses des Deutschen Bundestages; Hopt in: Baumbach/Hopt, HGB, 36. Aufl., Art. 61 EGHGB Rdn. 4).

3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2013, 1664, 1665; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305, § 4 SpruchG Rdn. 8). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge sind unbegründet, soweit die Antragsteller die Festsetzung einer höheren Abfindung im Sinne des § 305 Abs. 3 AktG verlangen. Aufgrund der durchgeführten Anhörung des Vertragsprüfers sowie der durchgeführten Beweisaufnahme steht zur Überzeugung des Gerichts fest, dass die im Beschluss der Hauptversammlung vom 18.6.2008 festgelegte Abfindung in Höhe von 1,45 Stückaktien an der Antragsgegnerin je Stückaktie an der B... AG angemessen ist.

Aufgrund von § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG hat eine wirtschaftlich selbstständige Aktiengesellschaft mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union oder in einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum – mit hin eine Gesellschaft, die nicht abhängig im Sinne des § 17 AktG oder nicht in Mehrheitsbesitz im Sinne des § 16 AktG befindlich ist – als Regelfall der Abfindung den Aktionären der beherrschten Gesellschaft eigene Aktien als Abfindung anzubieten. Die angebotene Abfindung ist dann angemessen, wenn die Aktien in dem Verhältnis gewährt werden, in dem sie bei einer Verschmelzung der Gesellschaft mit dem anderen Vertragsteil des Ergebnisabführungsvertrages zu gewähren wären, wobei Spitzenbeträge durch bare Zuzahlung ausgeglichen werden können. Angemessen ist demnach die Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem anderen Unternehmen wert ist, also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist daher der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär bei einer freiwilligen Deinvestitionsentscheidung ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. hierzu nur BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = ZIP 1999, 1436, 1440 = AG 1999, 566, 568 = WM 1999, 1666, 1669 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 = DNotZ 1999, 831, 833 f. – DAT/Altana; BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 = BB 2011, 1518, 1520; BGHZ 147, 108, 119 = NJW 2001, 2080, 2081 = NZG 2001, 603, 604 = AG 2001, 417, 418 = ZIP 2001, 734, 736 = WM 2001, 856, 860 = DB 2001, 969, 972 = BB 2001, 1053, 1056 = JR 2002, 13, 16 – DAT/Altana; OLG Düsseldorf AG 2009, 873, 875; LG Köln, Beschluss vom 17.1.2008, Az.: 82 O 77/03, zit. nach juris; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305 Rdn. 72; Hüffer, AktG, 10. Aufl., § 305 Rdn. 17; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., § 305 Rdn. 44 ff.; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36 f.; Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, DissBonn 2013, S. 19).

1. Bei der Bemessung der Abfindung wurden die Börsenkurse zutreffend zugrunde gelegt, indem auf einen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 4.4.2008 abgestellt wurde.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts sowie der mittlerweile auch ganz h.M. in der Literatur 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; LG München I ZIP 2013, 1664, 1666; Hüffer, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 5 und § 305 Rdn. 24 c; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b AktG Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36; Luttermann JZ 1999, 945 ff.; sehr kritisch, aber letztlich nicht überzeugend zur Bedeutung des Börsenwerts Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 397 ff.).

Unter Beachtung dieser Grundsätze muss die festgesetzte Barabfindung, die von einer Relation des Werts der beiden Gesellschaften zueinander ausgeht, angesichts von Kursen von € 11,62 je Aktie für die B... AG und von € 8,02 je Aktie als angemessen angesehen werden. Bei der Ermittlung des Börsenkurses wurde von der richtigen Referenzperiode ausgegangen. Andere Wertermittlungen führen zu keiner höheren Barabfindung oder sind zur Ermittlung des Abfindungsbetrages nicht geeignet.

- a. Der Ansatz der Börsenkurse der beiden Gesellschaften auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntmachung des beabsichtigten Abschlusses eines Ergebnisabführungsvertrages durch die Ad hoc-Mitteilung der beiden Gesellschaften am 4.4.2008 ist nicht zu beanstanden. Dabei verlangt Art. 14 Abs. 1 GG nicht, dass gerade der Börsenkurs zum Bewertungsstichtag, mithin dem Tag der Hauptversammlung, zur Untergrenze gemacht wird. Anderenfalls hätten Interessenten zumindest während der Dauer der Einberufungsfrist von mindestens einem Monat, in der die Kompensationsleistungen bekannt sind, die Möglichkeit, den Börsenkurs auf Kosten des Mehrheitsaktionärs in die Höhe zu treiben. Allerdings wird durch das Verfassungsrecht nicht vorgegeben, wie der Stichtag für den Referenzzeitraum festzusetzen ist. Entscheidend ist, dass die Zivilgerichte durch die Wahl eines entsprechenden Referenzzeitraums einem Missbrauch beider Seiten begegnen (vgl. BVerfG WM 2007, 73, 74 = ZIP 2007, 175, 177 f. = AG 2007, 119, 120).

Unter Beachtung namentlich der verfassungsrechtlichen Vorgaben hatten der BGH und sich zunächst daran anschließend die Mehrzahl der Instanzgerichte auf einen Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag der Hauptversammlung abgestellt und ausgeführt, dieser Zeitraum genüge, um Missbräuchen zu begegnen (vgl. BGHZ 147, 108, 118 ff. = AG 2001, 417, 419 f. = NJW 2001, 2080, 2082 f. = NZG 2001, 603, 605 f. = WM 2001, 856, 859 = ZIP 2001, 734, 737 = DB 2001, 969, 971 f. = BB 2001, 1053, 1056 = JR 2002, 13, 15 – DAT/Altana; ebenso OLG Hamburg NZG 2003, 89, 90 = AG 2003, 583; OLG Stuttgart ZIP 2004, 712, 713 = AG 2004, 43, 44 – Vereinigte Filzfabriken).

- (1) In jüngerer Zeit gingen die Oberlandesgerichte und die Literatur demgegenüber vermehrt davon aus, dass sich der Referenzzeitraum von drei Monaten auf den Zeitpunkt vor der Bekanntgabe der jeweiligen Strukturmaßnahme, hier also des Squeeze out, beziehen müsse (vgl.

nur OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; 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, 3. Aufl., § 305 Rdn. 88 f; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 24 e; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 46 und 46 a; Tonner in: Festschrift Karsten Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.).

- (2) Der BGH hat sich in teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.;) dieser letztgenannten Auffassung angeschlossen, wonach der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln ist. Zur Begründung verweist der BGH zunächst darauf, die Bezugnahme in § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG ebenso wie in dem hier maßgeblichen § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung bedeute nicht, dass für die Wertfeststellung zwingend auf diesen Stichtag abzustellen sei. Es müsse vielmehr unterschieden werden zwischen dem Zeitpunkt, auf den sich die Wertermittlung beziehen muss und dem Zeitpunkt oder Zeitraum, aus dem die Daten für die Wertermittlung gewonnen werden müssen. Auch bei der Ermittlung des quotalen Anteilswerts mit Hilfe fundamentalanalytischer Daten werden vielfach die Werte für den Zeitpunkt der

Hauptversammlung aus vergangenen Daten auf den Tag der Hauptversammlung durch Aufzinsung hochgerechnet. Daher könne als Referenzzeitraum auch ein anderer Zeitraum als gerade der vor der Hauptversammlung gewählt werden, wenn dieser besser geeignet sei, den Börsenwert bei einer freien Deinvestitionsentscheidung abzubilden. Dabei ist nach der Auffassung des BGH der Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu bestimmen, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt hat. Der BGH begründet dies vor allem damit, dass der Börsenkurs im Zeitraum vor der Hauptversammlung regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und mit einer auf den Tag der Hauptversammlung abzielenden Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an – also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel während des Drei-Monats-Zeitraums liegt – nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert an; dabei werde dieser in der Erwartung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder auch schon in einem Anfechtungsverfahren häufig (leicht) überschritten. Der angebotene Preis wird in jedem Fall erreicht – ungewiss ist nach der zutreffenden Einschätzung des BGH lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder bereits im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchgesetzt werden kann. Angesichts der Regelung der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 AktG beginne eine Spekulation auf den Lästigkeitswert bereits mit der Bekanntgabe der Maßnahme. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegelt nach der Einschätzung des BGH der ermittelte Börsenkurs nicht mehr den Preis wider, den der Aktionär ohne die entschädigungspflichtige Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmens-

wertes bilde, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne. Die Entwicklung eines höheren Börsenkurses habe ihre Ursache dann in der durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, allerdings nicht in Kursmanipulationen seitens einzelner Minderheitsaktionäre. Diese Nachfrage hat danach indes nichts mit dem Verkehrswert der Aktie zu tun, mit dem der Aktionär für den Verlust des Aktieneigentums so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre.

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

Die Orientierung des Referenzzeitraums am Tag der Bekanntmachung trage auch dem Umstand Rechnung, dass der wesentliche Vertragsinhalt und damit die jeweilige Kompensation gem. § 124 Abs. 2 Satz 2 AktG in der Einberufung bekannt zu machen und der Vertragsbericht sowie der Prüfungsbericht aufgrund von § 293 f Abs. 1 Nr. 3 AktG vor der Hauptversammlung auszulegen sind; aus diesen Berichten ergibt sich ebenfalls der Umfang der Kompensationsleistung. Der Wert, der sich bei einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Beschluss der Hauptversammlung errechnet, ist zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Einberufung weder bekannt noch vorhersehbar; dagegen kann der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs für drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme bis zur Mitteilung des Abfindungsangebotes ermittelt und bei der Entscheidung über die Höhe des

Abfindungsangebots berücksichtigt werden. Weiterhin weist der BGH darauf hin, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt des Verlangens nach §§ 327 a ff. AktG oder wie hier den Abschluss eines Unternehmensvertrages frei bestimmen könne und der Schutz der Minderheitsaktionäre vor Manipulationen durch die künftig herrschende Gesellschaft dadurch erreicht werde, dass die Barabfindung niemals geringer sein könne als der Anteil der Minderheitsaktionäre am Unternehmenswert.

Die Kammer folgt nunmehr in ständiger Rechtsprechung dieser geänderten höchstrichterlichen Rechtsprechung im Gegensatz zu ihrer früher vertretenen Auffassung (vgl. LG München I ZIP 2013, 1664. 1666; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; ebenso bereits Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.6.2011, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- b. Die Richtigkeit der Ermittlung des Börsenkurses innerhalb dieses Referenzzeitraums wurde von keinem der Beteiligten in Frage gestellt und kann folglich der Entscheidung zugrunde gelegt werden.
2. Ein anderes Ergebnis ergibt sich auch nicht, wenn zur Ermittlung des Umtauschverhältnisses der jeweilige Unternehmenswert zugrunde gelegt wird, der anhand der Ertragswertmethode ermittelt wurde. Aufgrund der durchgeführten Beweisaufnahme erachtet es die Kammer für ausgeschlossen, dass über den Ansatz des Werts des Unternehmens anstelle der Marktkapitalisierung ein Umtauschverhältnis erreicht werden könnte, dass für die Minderheitsaktionäre günstiger ist als in § 4.1 des Ergebnisabführungsvertrages festgelegt. Die Methode zur Ermittlung des Wertes der beiden Gesellschaften als Basis für das festzulegende Umtauschverhältnis ist gesetzlich nicht vorgeschrieben.

Bei beiden Gesellschaften wurde dabei im Ausgangspunkt zutreffend der jeweilige Unternehmenswert unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. 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 OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; AG 2013, 724, 726; OLG Düsseldorf OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; NZG 2012, 1260, 1261; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2013, 1664, 1668; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt

werden (vgl. OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; 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; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2013, 1664, 1668; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18684/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes können bei der B... AG die wesentlichen Plannahmen für die Detailplanungsphase – ausgenommen die Ausschüttungsannahmen – aufgrund der Erkenntnisse aus der Anhörung des Vertragsprüfers wie auch der Beweisaufnahme nicht erforderlich. Dagegen müssen Korrekturen der Ansätze für die Ewige Rente aufgrund der Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen, Herrn Dipl.-Kfm. W... in einzelnen Punkten bei der B... AG erfolgen, die indes das Umtauschverhältnis nicht in Frage stellen, sondern nur Auswirkungen beim Ausgleich nach sich ziehen. In der Ewigen Rente sind Änderungen im Zusammenhang mit den Aufwendungen für Instandhaltungsaufwendungen, bei den Abschreibungen sowie beim Zinsaufwand erforderlich. Zudem waren Anpassungen im Verhältnis von Ausschüttung und Thesaurierung vorzunehmen.

- (1) Keiner Korrektur bedürfen die wesentlichen Annahmen in der Detailplanungsphase von 2008 bis 2012. Dabei bedarf diese angesichts der festgesetzten Dauer von fünf Jahren keiner Verlängerung. Es ist in der Unternehmensbewertung allgemein anerkannt, dass ein Zeitraum von drei bis fünf Jahren ausreichend ist (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 309). Dieser Ansatz muss auch vorliegend als ausreichend angesehen werden. Bei der Gesellschaft lagen Planungsunterlagen nur bis zum Jahr 2012 vor. Für eine Verlängerung der Detailplanungsphase

über eine Zeitspanne von fünf Jahren hinaus besteht gerade auch angesichts eines insgesamt stabilen Geschäftsmodells der B... AG kein Anlass. Dies gilt umso mehr, als dann das Gericht seine Einschätzung an die Stelle des Vorstands der Gesellschaft setzen müsste. Hierfür steht mit Blick auf den oben dargestellten Prüfungsmaßstab hinsichtlich von Planungsannahmen kein Anlass.

- (2) Eine Korrektur der Planannahmen muss bei der B... AG nicht deshalb erfolgen, weil im Vergleich zur Antragsgegnerin niedrigere Mietrenditen angesetzt wurden. Dies resultiert aus der Umstellung des Geschäftsmodells der Gesellschaft im Jahre 2006 auf den Schwerpunkt „Immobilien“, wobei vor allem Investitionen in Fachmarktzentren erfolgten – beispielsweise in die Vermietung von 15 Grundstücken an das Gartenbaucenter D.... Dort besteht ein hoher Glasanteil bei den Gebäuden, weshalb dort vom Grundsatz her eine niedrigere Nutzungsdauer mit höheren Abschreibungen angesetzt werden kann. Zudem sind bedingt durch diese Umstellung die Anfangsrenditen niedriger als bei der Antragsgegnerin, bei der das vermietete Grundstücksportfolio im Wesentlichen aus Fabrikhallen und Logistikcentern besteht, die länger in gleicher Form nutzbar sind. Zudem bestehen bei der Antragsgegnerin angesichts der Struktur ihres Portfolios im Falle des Auszugs des Mieters bessere Möglichkeiten, einen neuen Mieter mit gleicher Struktur zu finden, der die Immobilien samt Gebäuden für seine Zwecke nutzen kann. Dies ist bei der B... AG so nicht der Fall. Diese Annahmen, die der gerichtlich bestellte Vertragsprüfer sowie der Vorstand der Antragsgegnerin im Termin zur mündlichen Verhandlung näher erläutert hatten, bestätigte letztlich auch der gerichtlich bestellte Sachverständige, der die Planzahlen der Gesellschaft für die Detailplanungsphase in vollem Umfang zugrunde legte. Die von Herrn Wirtschaftsprüfer G... geschilderten Unterschiede bei der Rendite der Mietobjekte der beiden Gesellschaften sind für die Kammer gut nach-

vollziehbar und können folglich der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt werden. Allein der Umstand einer möglicherweise unzureichenden Erläuterung im Vertragsbericht und im Prüfungsbericht führt nicht zur Notwendigkeit einer Korrektur der Planung, wenn die tatsächlichen Gegebenheiten der entsprechenden Planannahmen plausibel sind. Zur Vertiefung der Berichte soll aufgrund der Regelung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG der Vertragsprüfer auch angehört werden.

- (3) Die mangelnde Plausibilität der Planung gründet nicht auf der Ad hoc-Mitteilung vom 30.3.2009, in der die Gesellschaft auf einen Konzernjahresüberschuss von € 0,8 Mio. hinwies. Die Vertreter der Antragsgegnerin verwiesen nämlich im Termin zur mündlichen Verhandlung darauf, dass sich die Mitteilung auf den Konzernüberschuss und die Relation zu den HGB-Zahlen bezogen habe, weshalb eine Vergleichbarkeit nicht gegeben ist. Das HGB-Ergebnis lag nach diesen Erkenntnissen aus der mündlichen Verhandlung unter den Planzahlen, weshalb ein Rückschluss auf die fehlende Plausibilität der Planung tatsächlich nicht gezogen werden kann.
- (4) Soweit es um den Ansatz eines Wertes von € 153 Mio. im Vertragsbericht als Basis künftigen Wachstums im Bereich der Planung geht, bedarf dieser Wert keiner Korrektur. Auch wenn der Betrag von Grundstücken im Wert von € 153 Mio. gesichert war, konnte nicht davon ausgegangen werden, dass die Grundstücke in vollem Umfang erworben werden. Ein gewisser Prozentsatz dieser gesicherten Immobilien sollte nach Auskunft von Herrn Wirtschaftsprüfer G... gerade nicht erworben werden, weshalb in der Finanzplanung ein Betrag von € 136,6 Mio. abgebildet wurde. Dies steht auch in Einklang mit den Angaben des Vorstands der Antragsgegnerin im Termin vom 14.5.2009, der ergänzend auf eine Ad hoc-Mitteilung der Gesellschaft hinwies, in der die Abstandnahme des Erwerbs von Immobilien von € 28 Mio. publiziert wurde. Da der daraus ermittelte Wert dann mit dem Ansatz in der

Finanzplanung in Einklang steht, muss diese Planannahme nicht korrigiert werden.

- (5) Die Planansätze beim Getränkeergebnis sind plausibel. Der Vertragsprüfer erläuterte, dass das Getränkeergebnis en bloc bei der B... in Form der entnehmbaren Gewinnanteile einging. Bei der H... GmbH & Co.KG schlagen sich auch die Erlöse der Ingo Bräu positiv nieder und wurden ebenso in der Planung der Gesellschaft berücksichtigt wie die Verbesserung der Liquidität durch das Auslaufen von Leasingverträgen. Dies wird bestätigt durch das Ergebnis der Beweisaufnahme. Dem gerichtlich bestellten Sachverständigen lagen nämlich gesonderte Planungsunterlagen der H... GmbH & Co.KG vor, aufgrund derer er zu dem Ergebnis gelangte, dass das im Beteiligungsertrag eingesetzte Jahresergebnis des Getränkesegments nicht angepasst werden muss.
- (6) Dagegen müssen die Annahmen der Ewigen Rente in Teilbereichen entsprechend den Erkenntnissen von Herrn Wirtschaftsprüfer W... beim Instandhaltungsaufwand, den Abschreibungen und im Zinsergebnis bei der Fortschreibung der Planergebnisse des letzten Jahres der Detailplanungsphase um den Wachstumsfaktor korrigiert werden.
 - (a) Die Instandhaltungsaufwendungen mussten um jährlich € 2.000 erhöht werden, wobei der Sachverständige nachvollziehbar mit Modellberechnungen gearbeitet hat, nachdem er keine hinreichenden Informationen und Daten von der Antragsgegnerin in diesem Bereich erhalten hat. Grund für die Erhöhung ist der Anstieg von Instandhaltungsaufwendungen mit zunehmendem Alter der Immobilien. Bei den Modellberechnungen ging der gerichtlich bestellt Sachverständige von der Überlegung aus, dass in den ersten Jahren nach der Herstellung der Gebäude die Instandhaltungsaufwendungen geringer sind als in späteren Jah-

ren und im gewerblichen Bereich wesentliche Teile der Instandhaltungskosten an die Mieter weitergegeben werden könne. Daraus ergab sich seine Schätzung für den gestiegenen Aufwand in Höhe von € 2.000 im Vergleich zur Bewertung entsprechend den Annahmen im gemeinsamen Vertragsbericht für die Phase der Ewigen Rente.

- (b) Die Abschreibungen in der Ewigen Rente können nur mit € 4,014 Mio. angesetzt werden und nicht mit einem Wert von € 5,5 Mio. im Vergleich zum letzten Planjahr. Die weiteren Erläuterungen der durchschnittlichen Nutzungsdauer von 33 Jahren konnten nicht zweifelsfrei geklärt werden; das Schreiben der Antragsgegnerin vom 21.4.2010 verwies lediglich auf durch die Leichtbauweise bedingten Unterschiede bei 15 von insgesamt 22 Immobilien, ohne dass daraus eine durchschnittliche Nutzungsdauer von 33 Jahren zwingend abgeleitet werden konnte. Der gerichtlich bestellte Sachverständige führte daher Simulationsrechnungen in der Phase der Ewigen Rente durch, bei denen er von einem durchschnittlichen Alter bei Beginn der Ewigen Rente von fünf Jahren und von Reinvestitionszyklen entsprechend den Annahmen der Gesellschaft von 33 Jahren ausging. Das Absinken der Abschreibungen in der Ewigen Rente auf € 4,014 Mio. beruht auf der nachvollziehbaren Erwägung, dass in den ersten Jahren der Ewigen Rente die Bemessungsgrundlage der Abschreibungen relativ konstant besteht und daher auch die Abschreibungen annähernd konstant bleiben. Erst ab einer späteren Reinvestitionsphase führen die angenommen höheren Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten für die Immobilien dann auch zu höheren Abschreibungsbeträgen.
- (c) Korrekturbedarf bestand weiterhin beim Zinsaufwand, der in der Ewigen Rente nunmehr mit € 3,329 Mio. angesetzt werden

musste. Der gerichtlich bestellte Sachverständige führte auch hier Simulationsrechnungen durch, aufgrund derer sich bei fortgeführter Tilgung der Kredite einschließlich der Neuaufnahme von Krediten zur Finanzierung der Reinvestitionen ein geringerer Zinsaufwand ergab. Dabei war von dem angesetzten durchschnittlichen Kreditzins von 5,25 % entsprechend den Planannahmen der Gesellschaft auszugehen. Für die Tilgung stehen die aus den Abschreibungen und nicht für laufende Investitionen benötigten Cashflows zur Verfügung. Die Verwendung dieser freien Liquidität zur Kredittilgung entspricht der wahrscheinlichsten tatsächlichen Verwendung, zumal andere Annahmen oder Verwendungsfiktionen weder aus dem gemeinsamen Vertragsbericht noch den dem gerichtlich bestellten Sachverständigen gegebenen Auskünften ableitbar waren.

- (d) Dagegen können die Beteiligungserträge aus Tochtergesellschaften entsprechend den Planannahmen übernommen werden. Diese Tochtergesellschaften sind nämlich nicht mit in die zu konsolidierende Konzernplanung einbezogen worden; zudem ist der Anteil der aus der Planung der Beteiligungserträge einfließenden Werte mit rund 7 % am Gesamtunternehmenswert ohnehin vergleichsweise gering.
- (e) Bei den Planannahmen zur Ausschüttung und Thesaurierung sind zum Teil Änderungen vorzunehmen, weil insofern die Annahmen nicht plausibel sind.
 - (aa) In der Detailplanungsphase war im Geschäftsjahr 2009 entgegen den sonstigen Planannahmen eine vollständige Thesaurierung des Jahresüberschusses vorzusehen. Zwar wird regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttung in Phase I an den konkreten Planun-

gen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az.: 5 HK O 17095/11; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12). Für das Geschäftsjahr 2009 kann indes keine Vollausschüttung angenommen werden; insoweit muss vielmehr von einer vollständigen Thesaurierung ausgegangen werden, weil die Annahme einer vollständigen Ausschüttung des Jahresüberschusses nicht mehr konsistent zu den sonstigen Planannahmen ist. Es muss nämlich die geplante Kapitalerhöhung für das Geschäftsjahr 2009 berücksichtigt werden, die den geplanten Jahresüberschuss übersteigt. Dann aber ist in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen des gerichtlich bestellten Sachverständigen davon auszugehen, dass zur Abbildung dieses Sachverhalts eine Thesaurierung zu erfolgen hat. Der verbleibende Wert bis zur Kapitalerhöhung wird dann als Sonderwert erfasst.

- (bb) Gleichfalls korrigiert werden muss die Annahme einer Vollausschüttung der Jahresüberschüsse in der Ewigen Rente. Für diesen Zeitraum gibt es keinen Planansatz der Gesellschaft, der zugrunde gelegt werden könnte. Demgemäß wird regelmäßig darauf abgestellt, wie sich der Durchschnitt der Marktteilnehmer verhält. Im Terminal Value ist nämlich grundsätzlich typisierend anzunehmen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens demjenigen eine Alternativanlage entspricht, sofern nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind (vgl. OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563; AG 2012, 221, 222 f.; LG München I, Beschluss vom 28.06.2013, Az.: 5 HK O 18685/11). Am Kapitalmarkt ist typischerweise eine Bandbreite von Ausschüttungsquoten zwischen 40 % und 70 %

zu beobachten (vgl. bereits Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg. 2004, 889, 894). Wenn dann der Sachverständige eine Ausschüttungsquote von 50 % zugrunde legt, kann das nicht beanstandet werden. Jedenfalls entspricht die Vollausschüttung in der Ewigen Rente nicht den Gegebenheiten am Markt und musste daher korrigiert werden.

Hieraus resultieren dann folgende Ansätze zur Ermittlung der Jahresüberschüsse unter Ansatz der jeweiligen Steuersätze:

B... AG						
Plan Gewinn- und Verlustrechnung	2008	2009	2010	2011	2012	2013 ff
	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Umsatzerlöse	10.933	15.601	16.880	17.279	17.419	17.686
sonstige betriebliche Erträge	180	180	180	180	180	183
Materialaufwand	571	542	557	550	550	560
Personalaufwand	409	479	489	498	508	516
Abschreibungen	3.547	5.042	5.471	5.591	5.621	4.014
sonstige betriebliche Aufwendungen	440	447	456	450	450	457
Erträge aus Beteiligungen	239	320	293	313	369	375
sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	4	0	0	0	0	0
Zinsen und ähnliche Aufwendungen	5.200	6.376	6.069	6.346	6.167	3.329
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	1.188	3.215	4.312	4.336	4.671	9.367
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	516	1.161	1.487	1.502	1.589	3.144
Jahresüberschuss	673	2.054	2.825	2.834	3.082	6.223

- b. Der Wert der Überschüsse ist nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Stichtag der Hauptversammlung abzuwerten, wobei dieser im Vergleich zum Ansatz im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfbericht angesichts des zu hoch festgesetzten Risikozuschlags modifiziert werden muss. Der Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlage-möglichkeiten herstellen.

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

- (1) Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zu seiner Ermittlung auf 4,75 % vor Steuern festzusetzen.

Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne 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 wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zero-bond-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 AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 320 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.

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 gem. § 327 b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Unter Berücksichtigung des maßgeblichen Steuersatzes von 25 % und 5,5 % Solidaritätszuschlag war ein Basiszinssatz nach Steuern von 3,5 % anzusetzen.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und der – jeweils nach Steuern – im Geschäftsjahr 2008 3,65 %, im Geschäftsjahr 2009 4,06 %, in den Geschäftsjahren 2010 und 2012 jeweils 2,87 % und im Geschäftsjahr 2011 2,98 % beträgt. In der Ewigen Rente muss von einem Risikozuschlag von 2,14 % nach Steuern ausgegangen werden.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).

- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.

- (aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung finden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 12; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).
- (bb) Der gerichtlich bestellte Sachverständige erachtete in Anwendung des (Tax-)CAPM eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern für den Bewertungsstichtag 18.6.2008 in Höhe von 4,5 % für angemessen. Dabei verwies er zur Begründung insbesondere auf eine neuere Stu-

die von Dimson/Marsh/Staunton aus dem Jahr 2006, wonach verschiedene Faktoren im Vergleich zu den historischen Daten, die früheren Studien zugrunde lagen (vgl. Steele WPg 2004, 917ff.), eine niedrigere Marktrisikoprämie rechtfertigen, die sich dem Mittelwert vom arithmetischem Mittel und geometrischem Mittel annähert. Dimson/Marsh/Staunton verweisen zur Begründung auf die Zunahme der internationalen Waren- und Kapitalströme, aber vor allem auf bessere Möglichkeiten zur Diversifikation. Diese Studie errechnet mit einer künftigen Marktrisikoprämie vor Steuern bei arithmetischer Durchschnittsbildung in Höhe von 4,5 % bis 5 % und bei geometrischer Durchschnittsbildung von 3 % bis 3,5 %. Allerdings lassen sich die Ergebnisse dieser Studie nicht ohne Weiteres unverändert auf deutsche Verhältnisse übertragen, weil internationale Studien nicht die im Rahmen der Unternehmensbewertung eines in Deutschland ansässigen Unternehmens die persönliche Ertragssteuer und deren Einfluss auf die Rendite nach Steuern berücksichtigen und weil der deutsche Kapitalmarkt mit seiner im internationalen Vergleich geringen Zahl von börsennotierten Gesellschaften nicht mit den angelsächsischen Kapitalmärkten vergleichbar ist. Allerdings sind die Gründe für künftige geringere Kurschwankungen bzw. Risiken der Anleger qualitativ durchaus nachvollziehbar, auch wenn sich die quantitative Höhe eines Abschlags einer Objektivierung entzieht. Ein diversifiziertes Marktportfolio bedeutet ein geringeres Risiko; aufgrund der damit einhergehenden Renditeschwankung weist ein riskantes Wertpapier gegenüber einem solchen Marktportfolio allerdings auch einen höheren Beta-Faktor auf. Würde somit ein Abschlag auf die Marktrisikoprämie aufgrund verbesserter Diversifikationsmöglichkeiten der

Anleger unterstellt, müsste im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM der Beta-Faktor entweder ebenfalls korrigiert werden, oder er müsste anhand eines vergleichbar diversifizierten Index ermittelt werden, was allerdings in der praktischen Umsetzung kaum möglich ist. Eine isolierte Reduktion der Marktrisikoprämie aufgrund der stärkeren Diversifizierung kann daher nicht ohne Weiteres vorgenommen werden.

Zudem muss das unternehmensindividuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-)CAPM nimmt dies mittels des sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser entspricht dem Quotienten aus Kovarianz zwischen Marktrendite und Wertpapierrendite und der Varianz der Marktrendite; somit gibt der Beta-Faktor die erwartete Renditeschwankung in Vergleich zum Markt an (vgl. auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, aaO, S. 516 f.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 809).

In diesem Zusammenhang kann indes nicht auf das unternehmenseigene Beta abgestellt werden, sondern es muss eine Peer Group herangezogen werden. Das unternehmenseigene Beta konnte vorliegend nicht zur Ermittlung des spezifischen Risikos der B... AG herangezogen werden, weil dieses nicht aussagefähig ist, wie der gerichtlich bestellte Sachverständige W... in seinem Gutachten herausgestellt hat. Die Entwicklung des Aktienkurses dieser Gesellschaft erfolgte nämlich in weiten Teilen losgelöst von der Entwicklung des CDAX. Die Ursache hierfür kann indes nicht als Folge geringerer systematischer Risiken gesehen werden, sondern zunächst einmal als Folge eines geringen Handelns, wobei dies für unterschiedliche Zeitabschnitte

gilt. In einem Zeitraum von knapp fünf Jahren vor der ersten Tauschaufforderung im Rahmen eines Aktiensplits im Verhältnis 1 : 52 konnte lediglich an 165 von 1234 möglichen Handelstagen überhaupt Handel festgestellt werden, der zudem nur ein geringes Volumen zeigte. In diesen fast fünf Jahren wurden lediglich 785 Aktien mit einem Umsatz von € 544.296,-- gehandelt, was lediglich ca. 3 % der damals ausstehenden Aktien entsprach. Im Zeitraum ab dem 1. November 2006 bis zur Bekanntgabe zur Absicht der Strukturmaßnahme am 4.4.2008 fand zwar ein Handel an rund 50 % der möglichen Handelstage statt. Allerdings gab es auch in dieser zeitnäheren Spanne zum Stichtag sieben Wochen, in denen gar kein Handel und 32 Wochen, in denen zum Ende eines wöchentlichen Renditeintervalls kein Handel stattgefunden hat. Diese Umstände beeinträchtigen die Aussagekraft des unternehmenseigenen Beta-Faktors so stark, dass er nicht herangezogen werden kann, weil angesichts dieser insgesamt geringen Zahl an gehandelten Aktien über einen langen Zeitraum vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme nicht von einem liquiden Handel mit Aktien der Gesellschaft ausgegangen werden kann. Dies wäre indes eine der zwingenden Voraussetzungen für das Heranziehen des unternehmenseigenen Beta-Faktors (vgl. Wollny, der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 390).

Zudem führte Herr Dipl.-Kfm. W... ergänzend aus, dass auch die zusätzliche Analyse des Beta-Faktors für verschiedene Zeiträume anhand des Standardfehlers des Beta-Faktors sowie des sich hieraus ergebenden Konfidenzintervalls die geringe Verlässlichkeit des historischen Beta-Faktors der Gesellschaft bestätigte. Gegen den Ansatz des unternehmenseigenen Betas spricht auch die am

1.12.2006 durchgeführte Kapitalerhöhung sowie der Erwerb des Mehrheitsanteils an der Gesellschaft durch die Antragsgegnerin; diese Ereignisse haben Einfluss auf den Beta-Faktor der Gesellschaft, aber zumindest keine Relevanz im Hinblick auf die künftigen systematischen Risiken der B... AG.

Angesichts dessen musste auf eine Peer Group zurückgegriffen werden. Die Peer Group-Analyse des gerichtlich bestellten Sachverständigen W... führte zum Ansatz eines unverschuldeten Beta-Faktors von 0,3 für das Immobiliengeschäft der B... AG. Die sich auf europäischen Börsen notierten Brauereikonzerne zusammensetzende Peer Group für das Getränkesegment ergab unverschuldete Beta-Faktoren zwischen 0,22 und 0,52 und im Mittelwert (Median) von 0,50 (0,49). Unter Beachtung der künftigen Anteile der beiden Segmente der Gesellschaft am Ergebnis kann ein unverschuldeter Beta-Faktor von 0,32 für Gesellschaft herangezogen werden. Da dieser nur geringfügig über dem ausschließlich für die Immobiliensparte abgeleiteten Wert liegt, bestehen keine Anhaltspunkte für eine Überschätzung des operativen Risikos der Gesellschaft.

Allerdings muss auch das Finanzierungsrisiko der B... AG berücksichtigt werden, weil der Beta-Faktor neben den operativen Risiken auch die Finanzierungsrisiken abbilden muss. Dabei konnte für die B... AG – im Gegensatz zu den Ausführungen im Vertrags- wie auch im Prüfungsbericht von Herrn Wirtschaftsprüfer G... – kein einheitlicher Beta-Faktor angesetzt werden, der auch nicht genauso hoch sein konnte wie der der Antragsgegnerin. Für die Bemessung des Finanzierungsrisikos der B... AG müssen nämlich die

Verschuldungsgrade zu Marktwerten zugrunde gelegt werden, nicht zu Buchwerten. Da die Planannahmen von sehr unterschiedlichen Werten des Marktwerts des Eigenkapital und des verzinslichen Fremdkapitals ausgehen, waren verschuldete Beta-Faktoren bei der B... AG zwischen 0,64 und 0,9 in der Detailplanungsphase und von 0,48 in der Ewigen Rente anzusetzen.

- (b) Dieser Einschätzung zur Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM kann jedoch in dieser Allgemeinheit nicht gefolgt werden.

Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Markttriskoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am

Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels gibt es Studien auf, die Vorsteuerwerte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Weiterhin sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle und auch in diesem Verfahren bereits maßgebliche steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger

Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. hierzu nur Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Daher wird in Übereinstimmung mit den Ausführungen des Sachverständigen Dipl.-Kfm. W... als Ansatzpunkt ein Mittelwert zwischen dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel anzusetzen sein, wenn es zu der Gesamtbetrachtung des Risikos der B... AG kommt. Die Marktrisikoprämie kann daher mit 4,5 % angesetzt werden.

- (c) Die auf diese Art und Weise ermittelten Risikozuschläge für die einzelnen Geschäftsjahre stehen auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken. Dabei fällt auf, dass die Immobilienbranche von der konjunkturellen Entwicklung sehr viel weniger abhängig ist als der Gesamtmarkt, was sich auch an einer unterdurchschnittlichen Volatilität der Börsenkurse zeigt. Auch wenn in Zeiten einer schlechten Konjunkturlage von einer tendenziellen Erhöhung des Leerstandes und in guten Zeiten von einer entsprechenden Verringerung auszugehen ist, schwanken sowohl die Nachfrage als auch das Angebot im Immobilienbereich deutlich geringer als

in anderen konjunkturabhängigeren und damit auch -anfälligen Branchen. Eine kurzfristige Erhöhung des Immobilienangebots ist aufgrund der langen Fertigstellungszeit in der Regel nicht möglich. Nachfrageänderungen sind unter anderem durch typischerweise langfristige Verträge, den mit einem Immobilienwechsel verbundenen Aufwand sowie die regelmäßig eingeschränkte Möglichkeit eines Verzichts begrenzt. Langfristig besteht eine Abhängigkeit von der Marktentwicklung unter anderem im Hinblick auf die Mietpreisentwicklung, die von der Konjunkturentwicklung abhängige Bonität der Mieter sowie den Finanzierungsbedingungen. Andererseits muss das erhöhte Risiko, dass sich aus der oben beschriebenen Finanzierungssituation der Gesellschaft ergibt, berücksichtigt werden, weshalb der Risikozuschlag nicht unerheblich über dem eines unverschuldeten Unternehmens liegen muss.

- (d) Weitere diskutierte Modelle müssen nicht zur Festsetzung des Risikozuschlages herangezogen werden.
 - (aa) Dies gilt namentlich für die Arbitrage Pricing Theory, bei der die erwartete Aktienrendite unter Berücksichtigung mehrerer Risikofaktoren bestimmt wird, zu denen sowohl mikro- als auch makroökonomische Faktoren gezählt werden. Auch wenn dieses Modell mit einer geringeren Zahl kritischer Annahmen auskommt, weil ein arbitragefreier Wertpapiermarkt und nicht ein Marktgleichgewicht gefordert wird, hat der Sachverständige W... überzeugend herausgearbeitet, dass es bei diesem Modell einen Ermessensspielraum gibt, der einerseits im Hinblick auf die Anzahl der ökonomischen Faktoren und andererseits bei der Ermittlung dieser Faktoren besteht. Dies ist zwar auch eine Schwachstelle des (Tax-)CAPM; doch werden bei diesem die Er-

messensspielräume wenigstens durch die aus der betriebswirtschaftliche Literatur gewonnenen Erkenntnisse eingeschränkt; zudem sind die zu bestimmenden Risikofaktoren klarer definiert als bei der Arbitrage Pricing Theory.

- (bb) Auch das Mehrfaktorenmodell von Fama & French, dass sich als Anwendungsfall der Arbitrage Pricing Theory darstellt, gelangt zu keinen überlegenen Erkenntnissen im Vergleich zu dem von der Kammer gewählten Ansatz und muss daher nicht berücksichtigt werden. Dieses Modell berücksichtigt neben der Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor zusätzlich noch weitere Faktoren, die sich auf die Marktkapitalisierung und das Kurs-Buchwert-Verhältnis beziehen, wodurch die erwartete Überrendite von kleinen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohem Quotienten aus Buch- und Marktwert berücksichtigt werden sollen. Herr Dipl.-Kfm. W... wies in seinem Gutachten indes darauf hin, dass eine stichtagsnahe Untersuchung von Schulz aus dem Jahr 2009 für den deutschen Kapitalmarkt gerade keine Überrendite für kleine und große Unternehmen feststellen konnte. Angesichts dessen wird das Modell von Fama & French den deutschen Marktgegebenheiten nicht gerecht. Auch dieser Umstand spricht neben der kontrovers diskutierten Auswahl der Risikofaktoren gegen den Ansatz der Überlegungen von Fama & French zur Ermittlung des Risikozuschlags bei der Gesellschaft.
- (cc) Die als Alternative zu kapitalmarkttheoretischen Modellen entwickelte implizite Ableitung von Eigenkapitalkosten aus dem Börsenkurs ist nach Auffassung der Kammer gleichfalls nicht geeignet, einen anderen Risikozuschlag als oben angenommen zu begründen. Das Modell zur Ermittlung der

impliziten Kapitalkosten muss nämlich konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Üblicherweise wird dabei auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und in dem Fall unmittelbar auf den Börsenkurs abgestellt werden könnte.

- (dd) Ein Rückgriff auf Analystenschätzungen kann nicht als zielführend bezeichnet werden, weil es sich dabei um subjektive Einschätzungen handelt, die bereits aufgrund von unterschiedlichen Interessen verzerrt sein können und ihre Erkenntnisse nur auf vom Bewertungsobjekt publizierten Informationen stützen können. Weitergehende Annahmen außer dem Jahresüberschuss die Ausschüttungsquoten, dem Wachstum in der Ewigen Rente oder zur Finanzierung sind normalerweise bei Finanzdienstleistern nicht hinterlegt, weshalb diese Modelle allenfalls zur Plausibilisierung dienen können, aber nicht zur Grundlage der Ermittlung des Risikozuschlages heran zu ziehen sind.

Aus dieser Zusammenschau der Erkenntnisse des (Tax-)CAPM und der sich aus der konkreten Situation der B... AG in Relation zum Gesamtmarkt ergebenden Risiken konnte der Risikozuschlag wie angenommen festgesetzt werden.

- (3) In der Ewigen Rente war ein Wachstumsabschlag bei der B... AG in Höhe von 1,53 % anzusetzen. Dabei muss insbesondere berücksichtigt werden, dass auch der Getränkebereich in die Bewertung einfließt. Da die Ermittlung des Unternehmenswerts regelmäßig von der Annahme einer unendlichen Lebensdauer ausgeht und die Planung des Vorstandes demgegenüber nur die zeitlich überschaubare Detailplanungsphase von hier fünf Jahren umfasst, wird das erwartete nachhaltige Wachstum durch einen Wachstumsabschlag in der Ewigen Rente berücksichtigt. Dabei sind die wesentlichen Ursachen des Wachstums – worauf Herr Dipl.-Kfm. W... in seinem Gutachten hingewiesen hat – zum einen inflationsbedingt, wobei dieses Wachstum aus der (teilweise) absatzseitigen Weitergabe der Kostensteigerungen an die Kunden resultiert, sowie vor allem auch thesaurierungsbedingt; thesaurierungsbedingtes Wachstum entsteht aus Kapazitätsoptimierungen und -erweiterungen, die (teilweise) über einbehaltene Gewinne finanziert werden (so auch Tschöpel/Wiese/Wittershausen WPg 2010, 349 f.). Das daneben bestehende steuerbedingte Wachstum kann aus der unterschiedlichen Besteuerung von einbehaltenen und ausgeschütteten Gewinnen resultieren, spielt aber vom Umfang her keine zentrale Rolle. Entscheidend sind das inflationsbedingte und das thesaurierungsbedingte Wachstum.
- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden

weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag.

Dabei kann aber nicht primär auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Folglich kann die erwartete Inflationsrate allenfalls einen ersten Ansatz bilden. Entscheidend muss sein, ob und in welcher Höhe Preissteigerungen überwältigt werden können und ob darüber hinaus Mengen- und Strukturveränderungen zu erwarten sind. Abzustellen ist daher zwingend auf die konkrete Situation des zu bewertenden Unternehmens zum Stichtag. Die Gesellschaft bewegte sich im Jahr 2008 angesichts der durch die Subprime-Krise schwieriger gewordenen Finanzierungsbedingungen in einem gesamtwirtschaftlichem Umfeld, in dem Fremdfinanzierungen tendenziell schwieriger wurden und es zu Korrekturen zu hoher Marktpreisen kam. Andererseits konnte bei der B... AG mit steigenden Anfangsrenditen gerechnet werden, weil Kaufpreise für Immobilien nicht oder zumindest nicht nennenswert ansteigen werden. Aus den spezifischen Einflüssen aus den Vermietungssegmenten Büro, Einzelhandel, Logistik und Industrie ist unter Beachtung der unternehmensspezifischen Situation der B... AG abzuleiten, dass gerade im Markt für Logistikflächen angesichts der exportorientierten deutschen Wirtschaft auch kurzfristig mit einem hohen Bedarf an Logistikflächen zu rechnen war. Im Einzelhandel wurde zum Stichtag erwartet, dass die Gesellschaft von

der Entwicklung einer Vergrößerung der Kluft zwischen nachgefragten Top-Lagen und abgeschlagenen Nebenlagen aufgrund der Konzentration auf wirtschaftlich starke Regionen wird profitieren können. In diesem Bereich verfügt das Management auch über die erforderlichen regionalen Marktkenntnisse. Weiterhin ist zu beachten, dass die B... überwiegend gewerbliche Mietverträge abgeschlossen hat, bei denen grundsätzlich eine Anpassung des Mietzinses an die zu beobachtende Inflation eher durchsetzbar erscheint, nachdem derartige Verträge vielfach Wertsicherungsklauseln enthalten. Wertzuwächse aus Grund und Boden, die in der Detailplanung nicht abgebildet sind, sind indes für die Phase des Terminal Value zu erwarten. Diese Faktoren sprechen insgesamt für Wachstumsannahmen im oberen Bereich entsprechender Spannen. Zudem verwies der gerichtlich bestellte Sachverständige auch auf Chancen bei der Durchsetzung von Preissteigerungen im vermieteten Bestand aufgrund der Nachfrage und der allgemeinen Mietpreisentwicklung.

Angesichts dessen muss ein Wachstumsabschlag von 1,5 % und nicht nur von 1 % für den Immobilienbereich angesetzt werden.

Für das Getränkesegment ist ein Wachstumsabschlag von 2 % anzusetzen, der dann mit einer Gewichtung entsprechend dem Anteil des Getränkebereichs im Wertbeitrag aus dem Terminal Value in den Gesamtwachstumsabschlag einfließen muss. Der Detailplanungszeitraum zeigt ein erhebliches Wachstum von durchschnittlich 11 % jährlich, wobei dieser Wert nicht unverändert in den Terminal Value prognostiziert werden kann, weil dieser Bereich auch Wachstumseffekte aus Mengenwachstum und Umstrukturierungen enthält und deren Berücksichtigung im Ansatz eines eingeschwungenen Zustandes widersprechen würde.

In diesem Bereich kann sich der Wachstumsabschlag entsprechend den Feststellungen von Herrn Dipl.-Kfm. W... an der kräftigen Inflationserwartung von 2 % orientieren, weil die Preisentwicklung des Getränkesegments am ehesten der des „Warenkorbs“ entsprechen wird.

Daraus ist dann entsprechend der Gewichtung der beiden Segmente ein einheitlicher Wachstumsabschlag im Terminal Value für die Gesellschaft von 1,53 % abzuleiten.

- (b) Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, dass es durch den Ansatz eines Wachstumsabschlages unterhalb der mit 2 % prognostizierten Inflationsrate zu einem Schrumpfen der Gesellschaft käme. Dabei muss nämlich insbesondere berücksichtigt werden, dass gerade die Thesaurierung zu einem Wachstum des Unternehmens führt, weshalb nicht davon ausgegangen werden kann, es komme zu einem laufenden Schrumpfen der Gesellschaft im Terminal Value. Geht man vom eingeschwungenen Zustand in der Ewigen Rente aus, muss auch die Kapazität steigen. Eine Erweiterung ist nur über Thesaurierung möglich, weil sich anderenfalls die Struktur von Fremd- und Eigenkapital verändert. Durch die unmittelbare Zurechnung des Wertbeitrags aus Thesaurierung entfällt die Quelle für das Wachstum; beim Wachstumsabschlag wird dann ausschließlich preisgetriebenes inflationäres Wachstum berücksichtigt.

Daraus resultiert zum 1.1.2008 als technischer Bewertungsstichtag ein Ertragswert der B... AG in Höhe von € 100,001 Mio., der dann auf den Bewertungsstichtag aufgezinst werden muss, weshalb der Ertragswert zum Bewertungsstichtag € 103,248 Mio. beträgt, wie die nachfolgende Tabelle zeigt.

B... AG	2008	2009	2010	2011	2012	2013 ff
Ertragswert	T€	T€	T€	T€	T€	T€
Jahresüberschuss	673	2.054	2.825	2.834	3.082	6.223
Thesaurierung	0	2.054	0	0	0	0
zur Ausschüttung verfügba- res Jahresergebnis	673	0	2.825	2.834	3.082	6.223
Ausschüttungsquote	100%	0%	100%	100%	100%	50%
Ausschüttung	673	0	2.825	2.834	3.082	3.111
persönliche Einkommens- steuer	-177	0	-745	-748	-813	-821
ertragsteuerfreie Zurechnung						3.111
zu kapitalisierende Erträge	495	0	2.080	2.087	2.269	5.402
periodenspezifischer Kapitalisierungsfaktor	7,15%	7,56%	6,37%	6,48%	6,37%	4,11%
Barwert zu Beginn der jewei- ligen Periode	100.001	106.652	114.710	119.942	125.630	131.365
Ertragswert 1. Januar 2008	100.001					
Aufzinsung auf den Bewer- tungsstichtag	3.247					
Ertragswert auf den Bewertungsstichtag	103.248					

c. Von diesem Ertragswert muss allerdings wegen Besonderheiten der Planung der Gesellschaft ein negativer Sonderwert von € 56,071 Mio. in Abzug gebracht werden.

- (1) Die Planung der B... AG sah nämlich im Detailplanungszeitraum eine Kapitalerhöhung um € 62,4 Mio. vor, bei der insgesamt nochmals 5,2 Mio. neue Aktien ausgegeben werden sollten. Dieses Kapital sollte als Eigenmittelanteil für Immobilienzukäufe eingesetzt werden; demgemäß ging die Erhöhung des Eigenkapitals auch in die Bilanzplanung ein. Die Gesellschaft bestätigte dem gerichtlich bestellten Sachverständigen darüber hinaus auch den Umstand, dass die Eigenkapitalerhöhung zu einer deutlichen Erhöhung der ausschüttungsfähigen Er-

gebnisse in der Planung geführt hätte. Eine weitergehende Berücksichtigung der Eigenkapitalzuführung von € 62,4 Mio. war aus den Unterlagen, auf die Herr Dipl.-Kfm. W... zurückgreifen konnte, nicht erkennbar. Die Eigenkapitalzuführung ist nun aber aus Mitteln der Gesellschafter aufzubringen und steht diesen Zahlungsflüssen an die Gesellschafter aus Jahresüberschüssen entgegen. Somit mindern sie aus Sicht der Gesellschafter den Unternehmenswert, der durch die den Gesellschaftern zufließenden Mittel bestimmt wird.

Der für 2009 geplante Jahresüberschuss soll geringer ausfallen als die geplante Kapitalerhöhung, was zu der Thesaurierung des Jahresüberschusses führt. Der verbleibende Betrag wurde bis zur Kapitalerhöhung als Sonderwert erfasst, wobei der Sachverständige zunächst davon ausging, dass alle Aktionäre an der Kapitalerhöhung im Verhältnis ihrer Anteile teilnehmen. Aus der dann erfolgten Abzinsung mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz ergab sich dann der negative Sonderwert von € 56,071 Mio.. Die jeweils abgezinsten Beträge berücksichtigte der gerichtlich bestellte Sachverständige gleichfalls beim Verschuldungsgrad der B... AG.

Daraus resultiert dann ein Unternehmenswert von € 47,177 Mio. zum Bewertungsstichtag unter der Prämisse, dass alle Aktionäre an der Kapitalerhöhung teilnehmen.

- (2) Wenn man indes angesichts einer fehlenden Verpflichtung der Aktionäre zur Teilnahme an der Kapitalerhöhung unterstellt, dass dies nicht erfolgt, muss ein davon abweichender Wert ermittelt werden, weil diese Aktionäre dann ja nicht die Kapitalmaßnahme aus ihren eigenen Mitteln erbringen. Da Herr Dipl.-Kfm. W... nicht auf eine gesonderte Planungsrechnung der Gesellschaft ohne bzw. mit teilweiser Kapitalerhöhung und der in diesem Zusammenhang geplanten Investitionen zurückgreifen konnte, musste er auf eine vereinfachende Methode zurückgreifen, bei der er den Wertbeitrag vom 1.1.2008 bis zum

30.6.2009 durch die Anzahl der Altaktien dividierte und den Wertbeitrag ab 1.7.2009 durch die Anzahl der Aktien nach Kapitalerhöhung. Diese Methode ist nachvollziehbar, weil ihr die – wenn auch vereinfachende – Annahme zugrunde liegt, dass die Kapitalerhöhung in relativer Nähe zum Bewertungsstichtag erfolgen sollte und eine zur Rendite vor Kapitalerhöhung annähernd vergleichbare Rendite erwirtschaftet werden kann. Aus dem Unternehmenswert ohne negative Sonderwerte resultiert zum Stichtag der Hauptversammlung ein Wert von € 10,17 je Aktie bei unterbleibender Teilnahme an der Kapitalerhöhung.

- d. Die Bewertung der Antragsgegnerin führt indes auch unter Berücksichtigung vorzunehmender Anpassungen in der Planung, die mit Ausnahme des Beteiligungsergebnisses wiederum in der Ewigen Rente sowie bei dem Verhältnis von Ausschüttung und Thesaurierung vorzunehmen sind, nicht zu einer Veränderung der Umtauschrelation, wie das festgesetzte Verhältnis als unangemessen erscheinen ließe.
 - (1) Die Planannahmen müssen nur für den Bereich des Beteiligungsergebnisses und in der Ewigen Rente für die Instandhaltungsaufwendungen, die Abschreibungen und den Zinsaufwand vorgenommen werden. Zudem mussten die Annahmen zur Ausschüttung den Gegebenheiten der Gesellschaft angepasst werden.
 - (a) Die in der Detailplanungsphase angestrebte Finanzierungsstruktur von 30 % Eigen- und 70 % Fremdmitteln beim Immobilienerwerb bedarf keiner Korrektur; das genannte Verhältnis ist als plausibel anzusehen. Die der Planung zugrunde gelegte Finanzstruktur wurde bereits in der Vergangenheit in dieser Art und Weise praktiziert. Es ist weiterhin nicht erkennbar, dass die Auswirkungen der Subprime-Krise Änderungen der Finanzierungs-

struktur erforderlich gemacht hätten, weshalb sich aus diesen Ereignissen nicht auf eine mangelnde Plausibilität der geplanten Finanzierungsstruktur schließen lässt. Für diesen Umstand spricht nach den Erkenntnissen des Sachverständigen W... vor allem die Tatsache des Abschlusses von Finanzierungsverträgen vor dem Stichtag der Hauptversammlung, die sich aber auf Erwerbe nach diesem Stichtag beziehen. Ihnen kann nämlich entnommen werden, dass es bei fünf Objekten der Gesellschaft gelungen war, in zeitlicher Nähe zum Stichtag der Hauptversammlung am 18.6.2008 trotz der absehbaren Auswirkungen der Subprime-Krise die Finanzierung von Immobilien mit einer Fremdfinanzierungsquote zwischen 68,9 % und 71,6 % bei Gesamtkosten zwischen 1,44 Mio. und 9,36 Mio. € zu realisieren. Der Konzernabschluss der Antragsgegnerin von 2007 wies für Immobilienerwerbe Anfang 2008 Fremdfinanzierungsquoten von deutlich über 70 %, zum Teil sogar über 80 % auf. Die solide Eigenkapitalausstattung, steigende Mieten bei tendenziell sinkenden Immobilienpreisen mit einer erhöhten Anfangsrendite als Folge der Standortauswahl im doch eher wirtschaftlich prosperierenden Süden Deutschlands sowie die Erfahrungen des Managements der Antragsgegnerin im Immobiliensektor ermöglichen es der Antragsgegnerin, auch in Zukunft diese Verteilung von 30 : 70 zwischen Eigen- und Fremdmitteln bei der Finanzierung anzusetzen. Es ist angesichts der Entwicklung in der Vergangenheit zu diesem Komplex nicht erkennbar, dass diese Entscheidungen und Plannahmen zur Verteilung der Eigen- und Fremdmittelquote nicht auf zutreffenden Informationen basieren könnten und sich nicht daran orientieren, realistische Annahmen in die Planung aufzunehmen. Dann aber dürfen diese Quoten nicht durch andere ebenfalls vertretbare Annahmen des Gerichts ersetzt werden, nachdem sich dieses nicht bei plausiblen Plan-

annahmen nicht in die Rolle eines für die Planung verantwortlichen „Ersatzorgans“ begeben darf (vgl. OLG München, Beschluss vom 7.11.2012, Az.: 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09 – insoweit n.v.).

- (b) Da der gerichtlich bestellte Sachverständige für die B... AG einen höheren Jahresüberschuss errechnete als die Bewertungsgutachten in der Ewigen Rente und im Jahre 2009 von einer Volltheaurierung der Erträge auszugehen war, musste das Beteiligungsergebnis der Antragsgegnerin diesen Zahlen entsprechend dem Anteil der Antragsgegnerin an der B... AG angepasst werden. Die bei der B... AG ausgewiesenen Jahresergebnisse gehen phasengleich unter Berücksichtigung der Beteiligungsquote von 82 % als Beteiligungsergebnis bei der Antragsgegnerin ein.
- (c) Die Anpassungen in der Ewigen Rente, die die Instandhaltungsaufwendungen, die Abschreibungen sowie den Zinsaufwand betroffen haben, führen im Ergebnis zu höherem Wachstum auch bei der Antragsgegnerin.
 - (aa) Die Instandhaltungsaufwendungen wurden um einen geringfügig höheren Betrag fortgeschrieben, weil mit zunehmendem Alter der Immobilie mit steigenden Instandhaltungsaufwendungen gerechnet werden muss. Wie bei der B... AG konnte Herr Dipl.-Kfm. W... den Umfang dieser Aufwendungen durch Modellrechnungen ermitteln und daraus dann den höheren Aufwand ableiten.
 - (bb) Die angesetzten Abschreibungen, die der Höhe nach dem letzten Planungsjahr entsprochen habe, mussten korrigiert

werden, weil die vom gerichtlich bestellten Sachverständigen durchgeführten Simulationsrechnungen das Ergebnis zeigten, bereits nach 36 Jahren ergebe sich ein negativer Buchwert des Immobilienvermögens. Dies steht indes in Widerspruch sowohl zu der voraussichtlichen betrieblichen Nutzungsdauer von 50 Jahren, auf die der gemeinsame Bericht abstellt, als zur praktisch unendlichen Lebensdauer des Bewertungsobjekts, die dessen Bewertung zugrunde zu legen ist. Herr Dipl.-Kfm. W... ging bei den dadurch notwendig gewordenen Anpassungen von einem durchschnittlichem Alter der Immobilie im Zeitpunkt des Beginns der Ewigen Rente von zehn Jahren und von Reinvestitionszyklen von 50 Jahren aus. Daher war eine niedrigere Abschreibung anzusetzen.

- (cc) Bei den Zinsaufwendungen mit einem Ansatz von € 462.000,-- unter dem letzten Planungsjahr musste eine Korrektur nach unten vorgenommen werden und daher von einem geringeren Aufwand ausgegangen werden. Bei fortgeführter Tilgung der Darlehen einschließlich der Berücksichtigung der Neuaufnahme von Krediten zur Finanzierung der Reinvestitionen ist unter Berücksichtigung des auch von der Antragsgegnerin angenommenen durchschnittlich Darlehenszinssatzes von 5,5 % ein geringerer Zinsaufwand anzusetzen gewesen. Soweit die Antragsgegnerin während der Ermittlung des Sachverständigen geltend machte, dessen Ansatz führe zu einer Entschuldung der Gesellschaft aus eigenen Mitteln, was in der Planung so nicht enthalten sei, rechtfertigt dies nicht die Beibehaltung der ursprünglichen Ansätze. Dann bliebe nämlich völlig unklar, wie die durch fortlaufende Abschreibungen frei werdenden Cashflows eingesetzt würden, wozu sich weder

der gemeinsame Bericht noch der Prüfungsbericht verhalten.

- (dd) Zu den Erwägungen bei der Thesaurierung gelten dieselben Erwägungen wie bei der B... AG, weil auch die Antragsgegnerin in den Jahren 2008 bis 2010 Kapitalerhöhungen geplant hat, deren Umfang jeweils über dem in der Planung angesetzten Jahresüberschuss liegt. Im Terminal Value muss angenommen werden, dass auch hier von den Überschüssen 50 % ausgeschüttet und die restlichen 50 % wiederum thesauriert werden.
- (2) Beim Kapitalisierungszinssatz müssen im Vergleich zu den Ausführungen zur B... AG Anpassungen im Wesentlichen nur im Rahmen des Risikozuschlags gemacht werden. Da der Basiszinssatz unabhängig vom jeweiligen Unternehmen ermittelt wird, kann es bereits begriffsnötig hier keine Unterschiede geben.
- (a) Bei der Festlegung des Risikozuschlages war in Anwendung des oben beschriebenen Prüfungsmaßstabes unter Heranziehung des (Tax-)CAPM als eines der Elemente, die zur Festlegung des Risikozuschlages führen, von der oben genannten Marktrisiko-prämie von 4,5 % und einen unverschuldeten Beta-Faktor von 0,3 auszugehen. Die Finanzierungsrisiken stellen sich indes bei der Antragsgegnerin nicht so hoch dar wie bei der B... AG. Der Verschuldungsgrad der Antragsgegnerin liegt in allen Jahren der Detailplanungsphase unter dem der B... AG. In der Ewigen Rente ist die Differenz – ausgenommen das Jahr 2008 – am niedrigsten. Eine Unangemessenheit der Abfindung kann aus den unterschiedlich anzusetzenden Risikozuschlägen bei der Antragsgegnerin indes auch nicht abgeleitet werden, weil das zugrunde ge-

legt Verhältnis von 1,45 zu 1 nach den Erkenntnissen des gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht zugunsten der außenstehenden Aktionäre verändert werden kann, auch wenn es zu den genannten Anpassungen kam. Eine detaillierte Berechnung war daher nicht zwingend erforderlich.

- (b) Angesichts der parallelen Strukturen der beiden Gesellschaften kann beim Wachstumsabschlag auf die obigen Ausführungen verwiesen werden. Die Antragsgegnerin ist ähnlich strukturiert wie die B... AG – mit Ausnahme des gesondert angesetzten Getränkesegments; ebenso sind beide Gesellschaften auf denselben regionalen Märkten tätig. Zudem hat auch die Antragsgegnerin den geplanten Ausbau ihres Immobilienportfolios in Phase I abgeschlossen, weshalb auch aus diesem Umstand der Ansatz eines unterschiedlichen Wachstumsabschlags für den Immobilienbereich nicht gerechtfertigt sein kann.
- (3) Ebenso wie bei der B... AG mussten die Kapitalerhöhungen als negativer Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen, der unter Berücksichtigung der Abzinsung mit dem periodenspezifischen Kapitalisierungszinssatz bei € 96 Mio. lag. Insgesamt ergibt sich kein Wert je Aktie, der oberhalb von € 6,26 für die Annahme der Zeichnung der neuen Aktien durch die Altaktionäre bzw. oberhalb von € 7,01 im Falle der Prämisse, dass neue Aktien nicht gezeichnet werden, lag.

Bei Zugrundlegung auch dieser geänderten Vermögenswerte ergibt sich keine Veränderung des anhand der Börsenkurse ermittelten Wertverhältnisses der beiden Gesellschaften. Herr Dipl.-Kfm. W... hat ausdrücklich darauf hingewiesen, dass sich selbst beim Ansatz unüblicher Parameter für den vorliegenden Bewertungsfall kein Wert je Aktie ergibt, der das Umtauschverhältnis als unangemessen erscheinen lasse. Diese Überlegung ist

vor allem auch deshalb nachvollziehbar, weil die Anpassungen, die der Sachverständige vornahm, bei beiden Gesellschaften – ausgenommen der mit Blick auf die unterschiedliche Verschuldungssituation nicht identisch anzusetzende Risikozuschlag – jeweils ähnlich vorgenommen wurden. Die Anpassungen in der Planung wie auch beim Wachstumsabschlag neutralisieren sich daher letztlich zumindest in erheblichem Umfang, weil sie in dieselbe Richtung tendieren. Da die im Vertragsbericht genannte Relation der Werte je Aktie bei € 7,92 für die B... AG und bei € 7,63 je Aktie für die Antragsgegnerin lag, ergibt sich nach dem damals ermittelten Ertragswert ein Verhältnis dergestalt, dass 1,04 Aktien der Antragsgegnerin je Stückaktie der B... AG als Abfindung zu gewähren gewesen wären. Die Unterschiede in der Verschuldungssituation sind indes nicht so gravierend, als dass dieses auf Basis der Börsenkurse ermittelte Umtauschverhältnis von 8,02 B...-Aktien zu 11,02 V...-Aktien als unangemessen einzustufen wäre. Angesichts dessen kommt es nicht darauf an, ob die Börsenkursrelation das einzig geeignete Mittel sein könnte, um das Umtauschverhältnis von zwei börsennotierten Aktiengesellschaften zu bestimmen (in diese Richtung OLG Frankfurt WM 2010, 1841, 1843 ff. = Der Konzern 2010, 558, 561 ff. = AG 2010, 751, 752 ff. = NZG 2010, 1141, 1142 f.; kritisch zur alleinigen Maßgeblichkeit des Börsenkurses jedenfalls für den Fall des Squeeze out Rurthardt/Hachmeister NZG 2014, 41ff.).

- e. Die Beweisaufnahme durch Einschaltung von Herrn Dipl.-Kfm. W... sowie die Anhörung des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers haben zu einem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt, ohne eine weitere Beweisaufnahme erforderlich wäre. Diese ist insbesondere auch nicht aufgrund des Amtsermittlungsgrundsatzes aus § 12 FGG geboten, wobei diese Vorschrift aufgrund von Art. 111 Abs. 1 FGG-RG anwendbar ist, weil das Verfahren bis zum Inkrafttreten des Gesetzes zur Reform des Verfahrens in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit am 1.9.2009 eingeleitet worden ist.

- (1) Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu der Höhe des jeweiligen Ertragswerts. Herr Dipl.-Kfm. W... hat sich unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen und sorgfältiger Auswertung der ihm zur Verfügung stehenden Unterlagen eingehend mit den aufgeworfenen Fragestellungen beschäftigt. Dabei hat er die Fragestellungen aus dem Beweisbeschluss umfassend abgehandelt. Der Sachverständige ist der Kammer aus einer Vielzahl von Spruchverfahren bekannt, in denen sich – wie auch hier – gezeigt hat, dass er sich durchaus kritisch mit den zur Überprüfung gestellten Bewertungsannahmen aus früheren Unternehmenswertermittlungen auseinandersetzt. Dabei geht er andererseits nicht einseitig zu Lasten der einen oder anderen Seite vor, wie sich auch an diesem Gutachten zeigt, in dem er eine Reihe von Einwendungen der Antragsteller, insbesondere auch zur Finanzierungsstruktur bei der Antragsgegnerin – als nicht zutreffend beurteilt hat. Andererseits nahm er auch Korrekturen vor, die sich wert erhöhend auswirkten. Zweifel an seiner Kompetenz hat die Kammer nicht.

Soweit der Sachverständige grundlegende Korrekturen im Zusammenhang mit den Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsansätzen vorgenommen hat, konnte er dies vornehmen, ohne den Rahmen des Beweisbeschlusses zu sprengen. Zwischen der Höhe des Wachstumsabschlages und der Ausschüttungs- bzw. Thesaurierungsquote bestehen erheblich Interdependenzen, sodass eine konsistente Berechnung des Ertragswerts nur dann möglich war, wenn eine Thesaurierung von Gewinnen zugrunde gelegt wurde. Namentlich in der Ewigen Rente ist das thesaurierungsbedingte Wachstum – wie oben ausgeführt – entscheidend für die Erkenntnis, dass der Ansatz eines Wachstumsabschlages unterhalb der prognostizierten Inflationsrate nicht zu einer realen Schrumpfung des Unternehmens führt. Das the-

saurierungsbedingte Wachstum ist eines der beiden tragenden Elemente, aus denen sich im Terminal Value das Ergebniswachstum eines Unternehmens speist. Die vom Sachverständigen entsprechend seinem Auftrag aus dem Beweisbeschluss vorgenommenen Anpassungen bedingen dann aber auch zwangsläufig Änderungen bei der Thesaurierung und sind folglich vom Beweisbeschluss des Gerichts umfasst. Die Ansätze der Abschreibungen, die wiederum Auswirkungen auch auf den Zinsaufwand haben, waren von einigen Antragsstellern gerügt worden; der Sachverständige sollte sich im Rahmen seines Gutachtens schließlich auch mit den erhobenen Einwendungen der Antragsteller auseinandersetzen.

Die Kammer kann sich daher nach nochmaliger eingehender Würdigung und Überprüfung die Erkenntnisse von Herrn Dipl.-Kfm. W... in vollem Umfang zu eigen machen. Eine nochmalige Anhörung des Sachverständigen ist nicht veranlasst, auch wenn der Schriftsatz des Gemeinsamen Vertreters sowie das Schreiben der Antragsgegnerin vom 26.09.2013, das ihr Verfahrensbevollmächtigter dem Gericht übermittelt hat, berücksichtigt werden. Der Sachverständige hat sich im Gegensatz zur Auffassung des gemeinsamen Vertreters in seinem Gutachten sehr wohl mit dem vom Gericht gestellten Fragen nach den besonderen Gründen eines Risikozuschlages sowie der Frage nach den Werten bei Ansatz des Mittelwerts von geometrischem und arithmetischem Mittel intensiv auseinandergesetzt. Ein Ansatz ausschließlich des geometrischen Mittels wird aus den oben genannten Gründen wegen der Verzerrung nach unten nicht für sachgerecht angesehen, sodass eine Berechnung von Unternehmenswert auf dieser Basis nicht entscheidungserheblich ist. Auch hat der Sachverständige in seinem Gutachten eine hinreichende Begründung für den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 4,5 % geliefert. Abgesehen davon muss auch hier berücksichtigt werden, dass die Kammer die Ansätze des (Tax-

)CAPM nur als eines der Elemente sieht, anhand derer der Risikozuschlag ermittelt wird, wie oben unter B. II. 2. b. (2) (b) eingehend dargelegt wurde. Das Schreiben der Antragsgegnerin bietet gleichfalls keinen Anlass zur Anhörung des Sachverständigen, zumal dies nicht einmal ausdrücklich beantragt worden war. Herr Dipl.-Kfm. W... hat hinreichend deutlich erklärt, warum er bei den Abschreibungen wie auch dem Zinsaufwand Änderungen vornehmen musste. Ihm wurden keine hinreichenden Erläuterungen gegeben, wie die typisierte Nutzungsdauer seitens der Gesellschaft ermittelt wurde. Derartiges ist gerade auch dem Schreiben vom 26.09.2013 nicht zu entnehmen. Alleine aus Abschreibungslisten ergibt sich nicht mit der hinreichenden Deutlichkeit, warum die Abschreibung entsprechend den Annahmen der Gesellschaft sachgerecht sein soll. In dieser Situation war der Sachverständige befugt, eigene Annahmen zu treffen, wenn ihm hinreichende Unterlagen zur Plausibilisierung entsprechend seinen Ausführungen im Gutachten nicht vorgelegt wurden und damit die Antragsgegnerin ihren Mitwirkungspflichten im Spruchverfahren nicht in vollem Umfang nachgekommen ist. Die vom Sachverständigen gegebene Begründung für die niedrigeren Abschreibungssätze in der Ewigen Rente im Vergleich zu den Annahmen aus dem gemeinsamen Vertragsbericht sind für die Kammer angesichts der Ausführungen im Gutachten zu höheren Anschaffungs- bzw. Herstellungskosten ab einer späteren Reinvestitionsphase nachvollziehbar.

Soweit es um den Zinsaufwand geht, muss berücksichtigt werden, dass der Ansatz des Sachverständigen, mit frei werdender Liquidität komme es zu einer Tilgung von Darlehensverbindlichkeiten sehr wohl plausibel und nachvollziehbar ist. Nachdem ihm keine detaillierten Überlegungen zu Ableitung eines nachhaltigen Zinsaufwandes übermittelt wurden, musste er auch hier plausible Annahmen treffen. Dabei ist der von ihm gewählte Ansatz nachvollziehbar und bedarf keiner weiteren Aufklärung durch das Gericht.

- (2) Die Angaben des Vertragsprüfers in der mündlichen Verhandlung zu den Planannahmen in der Detailplanungsphase, die sich vor allem auch auf die unterschiedlichen Mietrenditen bezogen, konnten ebenfalls verwertet werden, ohne dass insoweit eine zusätzliche Beauftragung von Herrn Dipl.-Kfm. W... erfolgen musste, das Gericht von der Richtigkeit der Ausführungen des gerichtlich bestellten Prüfers überzeugt ist, können diese der Entscheidung zugrunde gelegt werden. Insoweit musste keine ergänzende Begutachtung durch Herrn Dipl.-Kfm. W... angeordnet werden. 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 §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in : Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). Der Vertragsprüfer konnte die Bedenken gegen die Plausibilität dieser Planannahmen überzeugend ausräumen.

3. Andere Wertermittlungen rechtfertigen nicht die Annahme der Unangemessenheit der Abfindungszahlen.
 - a. Die Bewertung der Gesellschaften über den Net Asset Value-Ansatz führt vorliegend keinesfalls zu einer Verbesserung des Umtauschverhältnisses zugunsten der Altaktionäre. Beim Net Asset Value-Verfahren handelt es sich um eine Einzelbewertung, die den Wert des Unternehmens durch eine isolierte Bewertung einzelner Vermögensgegenstände – hier also vor allem der Immobilien und Schulden – zu dem maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung ermittelt. Dabei werden zunächst Buchwerte und stille Reserven der Immobilien aufaddiert, woraus sich der Verkehrswert der Immobilie ergibt. Hiervon sind die Finanzschulden abzuziehen und das Net Working Capital als Differenz aus sonstigen Vermögensgegenständen und Schulden je nach Ergebnis hinzuzuzählen oder abzuziehen. Auch wenn das Konzept des Net Asset Value zufällige Sondereinflüsse aus den jeweiligen Abrechnungsperioden eliminiert, werden in der Literatur mit beachtlichen Gründen Bedenken gegen den grundlegenden Ansatz dieser Methode für Zwecke der Unternehmensbewertung vorgebracht, nachdem der so ermittelte Wert letztlich keinen Bezug zur Ausschüttungsfähigkeit eines Unternehmens hat. Wertsteigerungen, die ihren Grund allein aus einer nicht realisierten Steigerung des Wertansatzes von Immobilien haben, sind für den an Ausschüttungen interessierten Anteilseigner nicht maßgeblich (so zur Kritik insbesondere Schäfers/Matzen in: Drukarczyk/Ernst, Branchenorientierte Unternehmensbewertung, 3. Aufl., S. 540).

Vorliegend muss die Kammer indes nicht abschließend entscheiden, ob diese Nachteile tatsächlich so schwer wiegen, dass eine Ermittlung der Werte der beiden Aktiengesellschaften mit Hilfe dieses Ansatzes ausscheiden müsste. Der Sachverständige kam nämlich zu dem Ergebnis, dass die von ihm für die beiden Gesellschaften ermittelten Werte unter dem jeweiligen nach dem Ertragswertverfahren ermittelten Unternehmenswert liegen.

Der Vorstand der Antragsgegnerin wies zudem in der mündlichen Verhandlung darauf hin, dass die zum 31.12.2007 veröffentlichten Substanzwerte ein Verhältnis von € 19,59 je Aktie für die B... AG und € 11,17 je Aktie für die Antragsgegnerin ergab. Daraus ist ein Abfindungsverhältnis von 1 : 1,31 gerundet abzuleiten, welches für die Minderheitsaktionäre ungünstiger ist.

- b. Aus demselben Grund muss die Kammer auch nicht entscheiden, ob die mit dem Net Asset Value-Verfahren von der Konzeption her durchaus vergleichbaren Liquidationswerte zu einem günstigeren Abfindungsverhältnis führen würde. 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 Ertragssteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11). Zudem sprechen gute Gründe für die in Rechtsprechung und Literatur vertretene Auffassung, der Liquidationswert gelange dann überhaupt nicht zur Anwendung, wenn eine Fortführung des Unternehmens geplant ist und nicht deren Liquidation und wenn keine finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht untervertretbar ist und der Unternehmer dem Anspruchsgegner auch nicht zur Betriebsliquidation verpflichtet war (vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2004, 753, 757 f. = NZG 2005, 280, 284 = AG 2004, 324, 327 f.; Riegger in: Kölner Kommentar zum SpruchG, 1. Auf., Anh. § 11 Rdn. 47, a.A. BayObLG NJW-RR 1997, 34, 35 = AG 1995, 509, 510; Hannes in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1139). Dabei sprechen gute Gründe für die letztgenannte Auffassung, weil bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

- c. Der Substanzwert stellt keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne des § 305 Abs. 3 AktG dar und musste deshalb auch für beide Gesellschaften nicht gesondert ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxis- handbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 655; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286).

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

III.

Der Ausgleich war auf € 0,74 abzüglich der Körperschaftsteuerbelastung nebst Solidaritätszuschlag in Höhe des jeweils geltenden Tarifs festzusetzen, sodass die Anträge insoweit begründet sind.

1. Nach § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehende Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene widerkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Aufgrund von § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss die Ausgleichszahlung

mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zusichern, der nach der bisherigen Ertragslage und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angenommener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden kann.

- a. Anders als die Abfindung ersetzt der Ausgleich aber nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende. Maßgeblich ist für seine Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft als unabhängiges, durch eine Ergebnisabführungsvertrag nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ 156, 57, 60 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 = DB 2003, 2168, 2169 = DNotZ 2004, 71, 72 – Ytong; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 54;). Als wirtschaftlicher Gewinn ist auch betriebswirtschaftlich der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. Demzufolge ist den Minderheitsaktionären der voraussichtlich verteilungsfähige, durchschnittliche Bruttogewinnanteil als feste Größe zu gewähren, von dem die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung zuzüglich Solidaritätszuschlag in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Diese Auslegung des Begriffs des zuzurechnenden durchschnittlichen Gewinnanteils wird den verfassungsrechtlichen Anforderungen gerecht, wonach der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung durch den Ausgleich wirtschaftlich voll entschädigt werden muss (vgl. nur grundsätzlich BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3770 f. = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = BB 1999, 1778, 1780 = DB 1999, 1693, 1694 f. = JZ 1999, 942, 943 = DNotZ 1999, 831, 833 – DAT/Altana; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., Rdn. 32 zu § 304).

Dieses Verständnis trägt dem Wesen des Ausgleich als Substitution der ordentlichen Dividende am besten Rechnung, weil der Aktionär stets den zur Ausschüttung bereit gestellten Bruttogewinn abzüglich der jeweils geltenden gesetzlichen Steuerbelastung des Unternehmens erhält (vgl. BGHZ 151, 57, 61 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 f. = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 f. = DB 2003, 2168, 2169 f. = DNotZ 2004, 71, 72 f. – Ytong; OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Ebenso wie die Abfindung kann indes auch der Ausgleich nur durch gerichtliche Schätzung im Sinne des § 287 ZPO ermittelt werden, weil auch hier Prognosen über die künftige Entwicklung anzustellen sind, die naturgemäß noch nicht feststehen und folglich mit Unsicherheiten behaftet sind. Angesichts der theoretischen Ableitung aus den künftigen Ertragserwartungen der Gesellschaft bestehen keine Bedenken, wenn die Ausgleichsforderung durch Verrentung des im Ertragswertverfahrens ermittelten Unternehmenswertes errechnet wird (vgl. BGHZ 156, 57, 63 = NJW 2003, 3272, 3274 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 629 = ZIP 2003, 1745, 1747 = WM 2003, 1859, 1862 = BB 2003, 2083, 2085 = DB 2003, 2168, 2169 – Ytong; OLG München AG 2007, 287, 291; 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

Auszugehen ist dabei von dem Ertragswert zum 1.1.2008, wie er zum bewertungstechnischen Stichtag ermittelt wurde und der hinsichtlich der geplanten Kapitalerhöhung davon ausgeht, dass diese von den Altaktionären nicht gezeichnet wird.

- (1) Durch den Ansatz über den bewertungstechnischen Stichtag, der hier auf den 1.1.2008 angesetzt wurde, wird entsprechend den Darlegungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen vermieden, dass die Ausschüttungen der Minderheitsaktionäre teilweise doppelt zugerechnet werden. Dies steht zudem auch in Einklang mit den Vereinbarungen im Ergebnisabführungsvertrag, wonach der Ausgleich erstmals für

das am 1.1.2008 beginnende Geschäftsjahr gezahlt werden soll. Da die Ausgleichszahlung an die Stelle der Dividendenansprüche tritt und diese am Tag der ordentlichen Hauptversammlung fällig wären, die über die Verwendung des Bilanzgewinns entscheidet, spricht auch dieser Umstand bei der Festlegung des Stichtages zur Ermittlung des Ausgleichs für den bewertungstechnischen Stichtag am 1.1.2008 (vgl. hierzu auch ausführlich Popp WPg 2008, 24, 27 ff.).

- (2) Bei der Ermittlung der Ausgleichszahlung war die in der Detailplanungsphase geplante Kapitalerhöhung dergestalt zu berücksichtigen, dass die Minderheitsaktionäre keine neuen Aktien zeichnen. Der Ausgabebetrag von € 12 je Aktie sollte dabei in nicht unerheblichem Umfang über dem Wert der Aktie liegen, den der gerichtlich bestellte Sachverständige ermittelt hatte. Auch bei Fortschreibung ergab sich ausweislich des Gutachtens ein Wert, der deutlich unter dem geplanten Ausgabebetrag bei der Kapitalerhöhung des Jahres 2009 in Höhe von € 12,- je Aktie lag. Angesichts dessen kann nicht davon ausgegangen werden, dass ein rational handelnder Minderaktionär an einer Kapitalerhöhung durch Zeichnung der neuen Aktien beteiligt hätte; er hätte einen deutlich zu hohen Betrag zahlen müssen. Eine Pflicht zur Beteiligung an der Kapitalerhöhung besteht nach aktienrechtlichen Grundsätzen nicht.

Demzufolge muss von einem auf den 1.1.2008 festgelegten Ertragswert der B... AG von € 51,216 Mio. ausgegangen werden. Dabei beläuft sich der Wertbeitrag aus der Kapitalerhöhung auf € 1,522 Mio., weshalb dieser dem Unternehmenswert der Gesellschaft von € 45,694 Mio. hinzuzurechnen ist. Dem kann namentlich nicht entgegengehalten werden, diesem Ansatz liege kein objektivierte Unternehmenswert mehr, sondern ein subjektiver Ansatz zugrunde. Die vorgenannten Erwägungen stellen auf einen sich rational verhaltenden Minderheitsak-

tionär ab, wenn es um die Frage seiner Beteiligung an einer zum Bewertungsstichtag in der Wurzel angelegten Kapitalmaßnahme geht. Wenn die Zeichnung deutlich ungünstigere Wertverhältnisse widerspiegelt, muss eine Prognose getroffen werden, wie sich ein Minderheitsaktionär in dieser Situation verhalten würde. Andernfalls könnte kein realistischer Wert für den Ausgleich ermittelt werden.

- (3) Der Verrentungszinssatz beträgt 4,68 % nach persönlichen Steuern; mit diesem Zinssatz wird der Wert von € 9,85 je Aktie verrentet. Dabei konnte nicht der volle Zinssatz wie bei der Ermittlung der Abfindung angesetzt werden; vielmehr musste ein Mischzinssatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden. Mit diesem Ansatz wird der für den garantierten Ausgleichsbetrag abnehmenden Risikostruktur Rechnung getragen. Das Risiko des garantierten Ausgleichs liegt unter dem normalen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung, weshalb ein risikoangepasster Verrentungszinssatz herangezogen werden muss. Das Risiko des garantierten Ausgleichs lebt namentlich im Falle der Beendigung des Unternehmensvertrages wieder auf. Angesichts einer im Vergleich zum Bewertungsstichtag geänderten Risikostruktur ist es sachgerecht, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisierungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden. Auch wenn der Ausgleich die Dividendenzahlung substituiert, liegt eine andere Risikostruktur vor, weil die Zahlung einer Dividende – anders als der feste Ausgleich – unsicher ist, bei dem die Minderheitsaktionäre im Wesentlichen während der Laufzeit des Vertrages dem Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin des Angebots ausgesetzt sind. Die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz ist demgemäß nicht geboten und ergibt sich auch nicht aus dem Zweck des Ausgleichs. Dieser verfolgt nämlich das Ziel, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der

ohne den Ergebnisabführungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und demzufolge risikobehaftet, was sich bei der Unternehmensbewertung im Kapitalisierungszinssatz darstellt. Demgegenüber ist der Ausgleichsbetrag vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert. Daher besteht tatsächlich ein geringeres Risiko für den Minderheitsaktionär, das sich dann auch entsprechend allgemein anerkannte betriebswirtschaftlicher Grundsätze in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen muss. Anderenfalls würde die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz auf längere Sicht bei dem risikoärmeren Ausgleich zu einem voraussichtlich höheren Ergebnis führen als die Minderheitsaktionäre bei Erhalt der Dividende ohne den Ergebnisabführungsvertrag erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung des Mischzinssatzes Rechnung (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731 f.; OLG Frankfurt AG 2013, 647, 651; Stephan in Schmidt/Lutter, a.a.O., § 304 Rdn. 85; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 39; Maul DB 2002, 1423, 1425; im Ansatz auch Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 207ff.).

- (4) Die Art und Weise der Berechnung im Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen berücksichtigt zutreffend den Ansatz, wonach ein Bruttobetrag als Ausgleich geschuldet wird. Dem kann nicht entgegengehalten werden, bei der Berechnung werde von dem Ertragswert ausgegangen, der bereits von einer Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern wie auch von Unternehmenssteuern ausgeht. Vorliegend wurde nämlich zur Ermittlung des festzusetzenden Bruttoausgleichsbetrages die Steuerbelastung mit der persönlichen Einkommensteuer aufgeschlagen, wobei entsprechend der zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Steuergesetzgebung in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr.

1, 32 a EStG ein Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde. Zu dem so ermittelten Zwischenwert von € 0,62 je Aktie wurden sodann die Körperschaftsteuer sowie der auf diese entfallende Solidaritätszuschlag in Höhe von insgesamt 15,825 % aufgeschlagen, woraus sich dann die jährliche Bruttoausgleichszahlung von € 0,74 je Aktie errechnet. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden und ermöglicht es vor allem, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswertes zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis der oben ermittelten und dargestellten Nachsteuerwertermittlung zurückzugreifen (so ausdrücklich OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

- b. Auch in Bezug auf den Ausgleich bilden die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine tragfähige Grundlage für die Entscheidung. Die oben unter B. II. 2. e dargestellten Erwägungen zur Würdigung seines Gutachtens gelten in gleicher Weise auch für den Ausgleich.
2. Für die Bemessung der Höhe der festen Ausgleichszahlung im Sinne des § 304 Abs. 1 und Abs. 2 AktG spielt der Börsenkurs dagegen keine Rolle. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG an die künftigen Ertragsaussichten der Gesellschaft auf der Grundlage der bisherigen Ertragslage anknüpft. Aus dem Börsenkurs können keine Erträge generiert werden, weshalb dieser unabhängig von seiner Relation zum Ertrag des Gesamtunternehmens auch nicht verzinst werden kann (vgl. BGHZ 166, 195, 201 = NJW 2006, 1663, 1664 = NZG 2006, 347, 349 = AG 2001, 331, 332 = ZIP 2006, 663, 665 = WM 2006, 727, 729 = DB 2006, 830, 831 = BB 2006, 964, 965 = DNotZ 2006, 701, 704 = JZ 2007, 149, 150; OLG Hamburg AG 2003, 583, 585 = NZG 2003, 89, 91; Hüffer, AktG, aaO., § 304 Rdn. 8; Stephan in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 77; Veil in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 304 Rdn. 54; NZG 2000, 234, 239; Popp WPg 2008, 23, 25; Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, a.a.O., S. 210 ff.).

Angesichts dessen musste der Ausgleich wie beschrieben auf einen Bruttoausgleichsbetrag von 0,74 € je Aktie erhöht werden.

IV.

1. Die Entscheidung über die Kostentragungspflicht ergibt sich hinsichtlich der Gerichtskosten aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Da der Ausgleich erhöht wurde und auch hinsichtlich der Ermittlung der angemessenen Abfindung infolge der Anhörung und der Beweisaufnahme weitergehende Erkenntnisse zu Tage kamen, besteht für eine vom Grundsatz abweichende Festlegung des Kostenauspruchs auf der Basis von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG kein Anlass.

Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Rechtsgrundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG. Danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Wenn es – wie hier – zu einer Erhöhung einer der beiden maßgeblichen Kompensationsleistungen kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit ein erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung des Ausgleichs führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn.

20 f.). Wenn es wie hier jedenfalls bei einer der beiden Kompensationsleistungen eines Ergebnisabführungsvertrages zu einer Erhöhung um ca. 15,6 % kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Dies gilt auch, wenn der Abfindungsbetrag nicht verändert wurde, weil die Antragsteller erfolgreich Rügen erhoben haben; auch wenn diese nicht zu einer Erhöhung der Abfindung führen, kann dies angesichts des strukturellen Informationsgefälles, wie es sich in einem Spruchverfahren zwischen den Minderheitsaktionären und der Antragsgegnerin als nunmehr herrschender Gesellschaft darstellt, eine Kostenaufteilung nicht rechtfertigen.

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert beruht auf § 15 Abs. 1 Satz 2 Hs. 2 SpruchG. Nach dieser Vorschrift war vorliegend der Mindestwert von € 200.000,- anzusetzen. Die Berechnung auf der Grundlage von § 15 Abs. 1 Satz 2 Hs. 1 SpruchG ermittelte Wert liegt unterhalb des Mindestgeschäftswertes. Von dem Ergebnisabführungsvertrag betroffen waren insgesamt 935.251 außenstehende Aktien. Demgemäß würde der ausschließlich auf der Basis von § 15 Abs. 1 Satz 2 Hs. 1 SpruchG errechnete Geschäftswert angesichts einer Erhöhung eines Ausgleichs um € 0,10 je Aktie bei € 93.525,10 liegen, mithin unter dem Mindestwert. Dieser Gesamtwert 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.
3. Da aufgrund der Übergangsvorschrift in Art. 111 Abs. 1 FGG-RG auf Verfahren, die wie hier bis zum Inkrafttreten des Gesetzes zur Reform des Verfahrens in Familiensachen und in den Angelegenheiten der freiwilligen Gerichtsbarkeit am 1.9.2009 eingeleitet worden sind, weiterhin die vor Inkrafttreten dieses Gesetzes geltenden Vorschriften anzuwenden sind, findet aufgrund der Regelung in § 17 Abs. 1 SpruchG die Vorschrift des § 39 FamFG vorliegend keine Anwendung. Eine vergleichbare Vorschrift enthielt das FGG nicht.