

Aktenzeichen:
31 O 12/17 KfHSpruchG



Landgericht Stuttgart

Beschluss

In dem Spruchverfahren

gegen

wegen gerichtlicher Nachprüfung der Abfindung gem. § 327f AktG anlässlich des Squeeze Outs bei der primion Technology AG

hat das Landgericht Stuttgart - 31. Kammer für Handelssachen - durch Vorsitzenden Richter am Landgericht Handelsrichter und Handelsrichter am 12.09.2022 beschlossen:

1. Die Anträge der Antragsteller 41) und 50) werden als unzulässig verworfen.
2. Die Anträge der übrigen Antragsteller auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als 11,06 EUR werden als unbegründet zurückgewiesen.
3. Von den Gerichtskosten tragen die Antragsteller 41) und 50) jeweils 1/51, jeweils gesamtschuldnerisch mit der Antragsgegnerin. Im Übrigen trägt die Antragsgegnerin die Gerichtskosten.
4. Die Antragsteller tragen ihre außergerichtlichen Kosten selbst. Die Antragsgegnerin trägt die nach den gesetzlichen Bestimmungen zu berechnende Vergütung des gemeinsamen Vertreters sowie ihre eigenen außergerichtlichen Kosten.
5. Der zur Berechnung der Gerichtsgebühren maßgebliche Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Bemessung der Vergütung des gemeinsamen Vertreters wird auf 200.000 EUR festgesetzt.

Gründe:

A.

I. Sachverhalt

Gegenstand des vorliegenden Spruchverfahrens ist die Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung anlässlich der am 17. Februar 2017 beschlossenen Übertragung von Aktien der Minderheitsaktionäre der primion Technology AG mit Sitz in Stetten am kalten Markt auf den Hauptaktionär, die Antragsgegnerin. Die Antragsteller begehren die gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung.

Im Einzelnen:

1. Gesellschaftsrechtliche Verhältnisse i.w.S.

a. primion Technology AG

Die primion Technology AG mit Sitz in Stetten am kalten Markt (nachfolgend: „Gesellschaft“ und „primion“) besteht seit 1999 als Aktiengesellschaft und ist im Handelsregister des Amtsgerichts Ulm unter HRB 710911 eingetragen.

Der satzungsmäßige Unternehmensgegenstand besteht in der Entwicklung, der Produktion und dem Vertrieb von Hard- und Software, insbesondere für Zeit-, Betriebsdaten- und Projektzeiterfassungssysteme und für Systemtechnik auf dem Gebiet elektronischer Zugangskontrollanlagen und der Gebäudeleittechnik, für Internetanwendungen sowie für Sicherheitstechnik, der Erbringung von damit im Zusammenhang stehenden Dienstleistungen sowie dem Erwerb von Unternehmen, auch im Wege der Verschmelzung, sowie dem Erwerb und der Verwaltung von Beteiligungen an Unternehmen und der Ausübung von Konzernleitungsfunktionen („Übertragungsbericht“, Seite 6, 8, Anl. AG 1 in Anl.Ordner, Vorlage vgl. Bl. 461 d.A.).

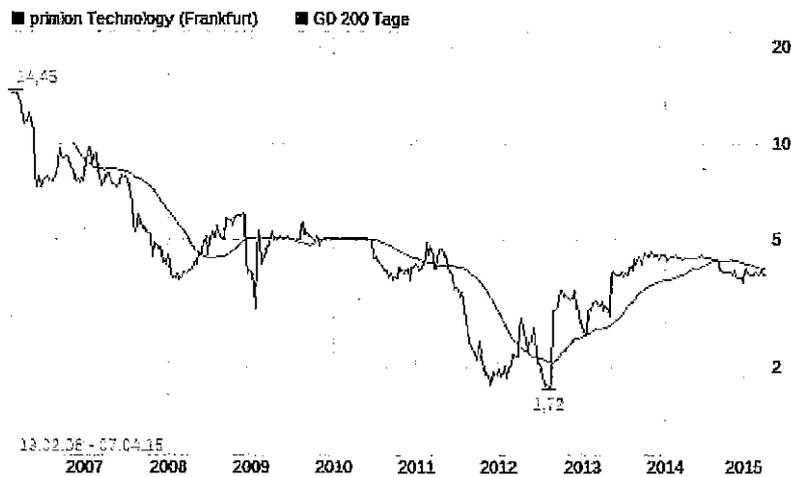
Die Gesellschaft ist die Muttergesellschaft der primion-Gruppe und hält 100%-Beteiligungen an Gesellschaften in Deutschland, Frankreich, Österreich, Spanien, Belgien und (mittelbar) den Niederlanden. Im Zentrum der Geschäftstätigkeit der Unternehmensgruppe stehen Zutrittskontrollsysteme, ergänzt um Dienstleistungen. Angeboten werden außerdem Systeme für Zeiterfassung in Betrieben und Behörden sowie integrierte Sicherheitstechnik und Sicherheitsmonitoring (Übertragungsbericht Seite 7 f.; „Bewertungsgutachten“ = Anl. AG 1 Unteranlage 3, nachfolgend „BewGA“, Seite 14 Tz. 29 und Seite 15 Tz. 35). Für die angebotenen Produkte in den Bereichen Zutrittsmanagement, Zeitmanagement und Sicherheitsmanagement bietet die Gesellschaft im Sinne einer „One-Stop-Shop“-Strategie die vollständige

Wertschöpfungskette von der Analyse, der Konzeption, dem Design, der Implementierung, dem Betrieb und der Schulung bis hin zur Wartung an. Die Bewertungsgutachterin zählt die Gesellschaft zu den führenden Anbietern für derartige Systeme in Europa (BewGA Seite 15 Tz. 35). Nach eigener Darstellung der Gesellschaft zählen etwa Flughäfen, Forschungseinrichtungen, Banken, Industrieanlagen, Kliniken und öffentliche Einrichtungen zu ihren Kunden (vgl. Zitat der Antragstellerin 18 von der Homepage der Gesellschaft - Bl. 58 d.A.).

Mit Wirkung zum 10. Oktober 2016 und damit nur wenige Monate vor dem Hauptversammlungsbeschluss zur Übertragung der Aktien auf die Mehrheitsaktionärin erwarb die Gesellschaft die Opertis GmbH mit Sitz in Bad Arolsen, einen Hersteller elektronischer Schließsysteme, der unter dem Namen eLock mechatronische Zylinder und ein Türschloss-System einschließlich Schließverwaltungssoftware-Paketen entwickelt, produziert und vertreibt (Bl. 61 d.A.; „Prüfungsbericht“ = Anl. AG 2, in Anl.ordner, nachfolgend auch „PB“, Seite 21 Tz. 82, Seite 24 Tz. 94). Der Erwerb der Opertis GmbH zielte auf einen vertikalen Ausbau der eigenen Wertschöpfungskette und sollte die Abhängigkeit von Zulieferern für mechatronische Komponenten reduzieren. Zudem versprach sich das Management aus der Integration Synergieeffekte (Bewertungsgutachten, Unteranlage 3 zu AG 1, nachfolgend „BewGA“ Seite 16 f. Tz. 37; von Antragstellerin 18 vorgelegter Artikel aus den „Corporate News“, Anl. AST 002, Bl. 113-3 d.A.; PB Seite 57 Tz. 209). Die Opertis GmbH hatte in den letzten Jahren durchgehend Verluste erwirtschaftet. Vor dem Hintergrund dieser Verlustsituation war ein symbolischer Kaufpreis von 1 € vereinbart worden. Zudem hatte der Verkäufer die Übernahme bestimmter Restrukturierungskosten zugesagt (Übertragungsbericht Seite 6; Ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin, nachfolgend „ErgStN“, Bl. 849a Seite 17 Tz. 58).

Das im Handelsregister eingetragene Grundkapital der Gesellschaft beträgt 5.550.000 EUR und ist in 5.550.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt (Übertragungsbericht Seite 8). Im Jahr 2006 wurden die Aktien zum Börsenhandel an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Beim Börsengang wurden die Aktien bei einer Preisspanne von 13,50 EUR bis 14,50 EUR letztlich zu **14,50 EUR** platziert. Erster Handelstag war der 13. Februar 2006 (Anl. AG 5).

In der Folgezeit fiel der Börsenkurs und lag bereits seit dem 22. Mai 2006 bis zum Delisting im Jahr 2015 unter dem Abfindungsbetrag von 11,06 EUR, der anlässlich des verfahrensgegenständlichen „Squeeze Out“ festgelegt worden war (Bl. 482 d.A.):



(Quelle: <https://www.boerse.de/aktien/primion-Technology-Aktie/DE0005117006>).

2008 erlangte die Antragsgegnerin durch ein freiwilliges öffentliches Übernahmeangebot einen Stimmrechtsanteil von über 77% an der Gesellschaft.

Mit Ablauf des 07. April 2015 wurde der Widerruf der Zulassung der Aktien wirksam. Seitdem werden die Aktien nicht mehr an der Börse gehandelt (Übertragungsbericht Seite 6, 15; vgl. auch Bewertungsgutachten Seite 12 Rz. 22).

b. Antragsgegnerin

mit Sitz in

ist Hauptaktionärin der Gesellschaft.

Nach Vollzug eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots im Jahr 2008 hielt

rund 77,17% der Stimmrechte der primion Technology AG. Durch weitere Aktienerwerbe, u.a. aufgrund eines freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots erhöhte ihre Beteiligung an der Gesellschaft auf 5.301.874 Aktien (95,529%, Stand: 23. Dezember 2016 (Übertragungsbericht Seite 11, 13).

betreibt drei Geschäftsbereiche: „Zahlungstechnologien“, „Verkaufsautomaten“ etwa für Tabakprodukte, Kaffee und andere Heiß- und Kaltgetränke sowie Snacks, und den Geschäftsbereich „Sicherheitssysteme und Zutrittskontrollen“, wobei die ersten beiden Geschäftsbereiche von geführt werden, der letztgenannte Bereich „Sicherheitssysteme und Zutrittskontrollen“ von der primion Technology AG (Übertragungsbericht Seite 11 und 12; vgl. auch Bl. 1046 d.A.).

2. Vorbereitung des Übertragungsbeschlusses

Bereits im **Juni 2016** hatte die Antragsgegnerin

(nachfolgend: „Bewertungsgutachterin“) mit der Erstattung eines Bewertungsgutachtens und mit der Ermittlung der angemessenen Barabfindung gemäß § 327a Abs. 1 AktG als Gegenleistung für die geplante Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Mehrheitsaktionär beauftragt, das dann im Dezember 2016 vorlag (Bewertungsgutachten, vorgelegt als Unteranlage 3 zum Übertragungsbericht, Anl. AG 1, nachfolgend „BewGA“, Seite 8 Tz. 1).

Am **26. Oktober 2016** übermittelte die Antragsgegnerin der Gesellschaft das Verlangen gemäß § 327a Abs. 1 Satz 1 AktG, die Hauptversammlung die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Zahlung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen, und bat um Vorbereitung der entsprechenden Hauptversammlung. Am darauffolgenden Tag beantragte sie beim Landgericht Stuttgart die Bestellung eines sachverständigen Prüfers (Übertragungsbericht Seite 17).

Durch Beschluss des Landgerichts Stuttgart vom 02. November 2016 wurde

(Sachbearbeiter:
zur sachverständigen Prüferin
bestellt. Die Akten des Bestellungsverfahrens (31 O 55/16 KfH AktG) wurden beigezogen (Bl. 718 d.A.).

Am **23. Dezember 2016** lag das Bewertungsgutachten vor. Die Bewertungsgutachterin kam zu dem Ergebnis, dass sich der Unternehmenswert der Gesellschaft zum Stichtag 17. Februar 2017 bei einem Basiszinssatz von gerundet 0,9%, einer Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5,5% und einem Betafaktor von (unverschuldet) 0,9 auf 61.397 TEUR belaufe, woraus sich eine angemessene Barabfindung von **11,06 EUR** pro Aktie ergebe (BewGA Seite 60 Tz. 169, Seite 61 Tz. 174 und Seite 67 Tz. 197). Noch am **23. Dezember 2016** konkretisierte die Antragsgegnerin ihr Verlangen unter Angabe der von ihr auf 11,06 EUR je Aktie festgelegten Barabfindung (Übertragungsbericht Seite 17).

Am **29. Dezember 2016** erstatteten die Wirtschaftsprüfer und für die als sachverständige Prüfer ihren Bericht über die Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung. Darin bestätigten sie die Angemessenheit der angebotenen Barabfindung (PB Seite 102 Tz. 381).

Während die Bewertung bei Erstattung des Bewertungsgutachtens und des Prüfungsberichts im Dezember 2016 hinsichtlich der Zahlen für das Geschäftsjahr 2016 noch auf einer Hochrechnung beruhte, lagen am Bewertungsstichtag 17. Februar 2017 bereits die Zahlen zum 31. Dezember

2016 vor, die allerdings damals noch nicht festiert waren (Bl. 803 d.A.; Anl. AG 7, Band VI nach Bl. 644). Die Ist-Zahlen 2016 wurden in den ergänzenden Analysen zum Bewertungsstichtag und in den Stichtagserklärungen berücksichtigt (Bl. 803 d.A.).

In der Stichtagserklärung vom **17. Februar 2017** gelangte die Bewertungsgutachterin auf der Grundlage eines erhöhten Basiszinssatzes von gerundet 1,25% und nach Vornahme bewertungstechnischer Umgliederungen der nun vorliegenden Ist-Zahlen für 2016, auf die noch einzugehen sein wird, zu einem Unternehmenswert von 58.501 TEUR und zu einem anteiligen Wert je Aktie von **10,54 EUR** (Anl. AG 6). Die sachverständige Prüferin bestätigte in ihrer Stichtagserklärung, dass sich der Wert der Aktie zum Bewertungsstichtag verringert habe und die von der Antragsgegnerin festgelegte Abfindung von **11,06 EUR** weiterhin angemessen sei (Anl. AG 7).

3. Übertragungsbeschluss

Am **17. Februar 2017** fasste die Hauptversammlung der primion Technology AG den in der Einladung (Anl. A 3 nach Bl. 10 d.A.) angekündigten Übertragungsbeschluss gemäß § 327a AktG, der am **03. April 2017** in das Handelsregister eingetragen. Der Beschluss selbst wurde am 03. April 2017 durch das Handelsregister bekannt gemacht, die Handelsregistereintragung des Übertragungsbeschlusses am **07. April 2017** (Bl. 3 d.A.; Anl. A 4 nach Bl. 125 d.A.; Anl. A 1 nach Bl. 10 d.A.). Der Übertragungsbeschluss sah eine Barabfindung von **11,06 EUR** pro Aktie vor.

Mit der Handelsregistereintragung am 03. April 2017 gingen die Aktien aller Minderheitsaktionäre gemäß § 327e Abs. 3 AktG auf die Antragsgegnerin als Mehrheitsaktionärin über. Zum Zeitpunkt der Eintragung befanden sich 237.247 Aktien in den Händen außenstehender Aktionäre (Bl. 482 d.A.).

II. Verfahrensgang, Anträge

Sämtliche Antragsteller begehren in ihren Antragsschriften, die zwischen dem **05. Mai 2017** und dem **03. Juli 2017** eingegangen sind, eine gerichtliche Bestimmung der angemessenen Abfindung gemäß §§ 327a, 327f AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG. Die Verfahren wurden durch Beschluss vom **01. September 2017** verbunden (Bl. 404 ff. d.A.). Die Antragsgegnerin erwiderte mit Schriftsatz vom 02. Mai 2018 (Bl. 477 ff. d.A.). Hierzu erhielten die Antragsteller und der gemeinsame Vertreter Gelegenheit zur Stellungnahme (Bl. 645 d.A.).

Der gemeinsame Vertreter verwies mit Schriftsatz vom 29. Juni 2018 auf die Einwendungen der Antragsteller und nahm selbst Stellung. Er bat dabei um kritische Prüfung einiger teils von den Antragstellern gerügter Punkte (Bl. 695 ff. d.A.).

Einzelne Antragsteller äußerten sich schriftsätzlich zur Antragserwidernng.

Die **Antragsteller** und der **gemeinsame Vertreter** tragen zur Begründung ihrer Anträge bzw. zur Begründung ihrer Kritik an der Bewertung zusammengefasst insbesondere Folgendes vor:

Viele Antragsteller bemängeln teils konkret, teils eher pauschal Einzelaspekte zu den Planzahlen des Unternehmens, die der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren zugrunde liegen, wie etwa die Umsatzplanung in der Detailplanungsphase, die angesetzten – vermeintlich zu niedrigen – Wachstumsraten oder die Annahmen zum EBIT, aber auch die Annahmen zur „ewigen Rente“.

Die Antragstellerin 18) trägt u.a. vor, die Effekte aus dem Erwerb der Opertis GmbH seien nicht in vollem Umfang in die Planungsrechnung eingeflossen (Bl. 61 ff. d.A.). Außerdem müsse geprüft werden, ob unechte „Verbundeffekte“ durch die Beherrschung der selbst auf dem Markt für Sicherheitstechnik tätigen bisherigen Mehrheits- und nun Alleinaktionärin und Antragsgegnerin entstehen, die bei der Bewertung berücksichtigt werden müssten (Bl. 64 d.A.).

Der gemeinsame Vertreter beanstandet u.a. die für den Zeitraum der „ewigen Rente“ veranschlagte Gesamtleistung, die gegenüber dem Detailplanungszeitraum „freihändig“ abgesenkt worden sei, und meint, dass mindestens der Planansatz 2019 dauerhaft fortgeschrieben werden müsse, nicht zuletzt mit Blick auf Profitabilitätssteigerungen und kontinuierlichen Margenverbesserungen in der jüngsten Vergangenheit und die Opertis-Integration (Bl. 696 d.A.).

Zahlreiche Antragsteller meinen, der verwendete Basiszinssatz sei zu hoch. Die Antragsteller 1) bis 5) sind etwa der Auffassung, dass allenfalls 0,3% hätten angesetzt werden dürfen (Bl. 5 d.A.).

Die Höhe der Marktrisikoprämie wird von fast allen Antragstellern beanstandet (vgl. etwa Bl. 6 f., 21, 30 ff., 39, 50, 74, 121, 134, 153, 194, 210, 225 d.A.). Einige Antragsteller äußern allgemein Kritik am Risikozuschlag oder grundsätzliche Kritik am (Tax-) CAPM (etwa die Antragsteller 18), 20) bis 22) und 26), 29) - Bl. 70 ff., 136, 202, 229 d.A.).

Den verwendeten Betafaktor kritisieren insbesondere die Antragsteller 1) bis 5), 6), 11) bis 15), 16) und 17), 18), 23), 24), 25), 26), 27) und 28), 29), 30) (Bl. 8, 22, 43, 50, 55, 106, 123, 154, 172, 188, 202, 216, 229, 249 d.A.).

Viele Antragsteller beanstanden den Wachstumsabschlag als zu niedrig und meinen, dieser müsse mindestens der langfristigen Inflationserwartung entsprechen, sonst komme es zum nicht realistischen Schrumpfen des Unternehmens – so etwa die Antragsteller 1) bis 5), 6), 7) bis 10), 11) bis 15), 18), 19), 20) bis 22), 23), 24), 25), 26), 27) und 28), 29), 30) (vgl. Bl. 9, 23, 34, 42, 55, 109, 110, 124, 139, 156, 174, 188 f., 202, 216, 228, 251 d.A.).

Die Antragsteller 11) bis 15), 20) bis 22), 26), 29) verlangen die Mitteilung von Vorerwerbspreisen (Bl. 41, 141, 204, 232 d.A.).

Wenige Antragsteller, etwa die Antragsteller 19), 26) und 30) (Bl. 124, 203, 253 d.A.) behaupten formale Mängel des Übertragungsberichts.

Wegen dieser und weiterer Bewertungsrügen wird auf den Akteninhalt Bezug genommen.

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

Sie trägt u.a. vor, dass am Bewertungsstichtag 17. Februar 2017 bereits offensichtlich gewesen sei, dass die auf 11,06 EUR je Aktie festgesetzte Abfindung zu hoch angesetzt war. Sie sei am 23. Dezember 2016 bestimmt worden. Aufgrund nicht vorhersehbarer Marktgegebenheiten habe sich am Bewertungsstichtag ein niedrigerer Wert von 10,54 EUR ergeben. Die Antragsgegnerin habe trotzdem entschieden, die festgelegte Barabfindung nicht zu verändern (Bl. 483 d.A.). Die Barabfindung sei nahezu doppelt so hoch bzw. nahezu dreimal höher als die bei den Übernahme- und Erwerbsangeboten 2008 und 2013 für die Aktien angebotenen Beträge, und sie liege deutlich höher als sämtliche Börsenkurse seit dem 22. Mai 2006 bis zum Delisting 2015 (Bl. 482 d.A.).

Ein Vergleich der Ist-Ergebnisse 2017 mit den Planzahlen zeige, dass die der Bewertung zugrunde gelegte Planung ambitioniert gewesen sei (Bl. 482 d.A.).

Mit **Beschluss vom 25. Mai 2020** erteilte der Kammervorsitzende Hinweise zu Formalien, stellte an die Antragsgegnerin gerichtete Fragen zur Aufklärung des Sachverhalts und bat die sachverständige Prüferin um eine ergänzende schriftliche Stellungnahme (Bl. 712 ff. d.A.). Die Antragsgegnerin nahm im Schriftsatz vom 30. Oktober 2020 (Bl. 800 ff. d.A.) zu den Fragen Stellung. Auf der Grundlage dieser Antworten wurde der an die sachverständige Prüferin gerichtete Fragenkatalog mit Verfügung vom 10. November 2020 ergänzt (Bl. 836 d.A.). Im Februar 2022 ging die Ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin ein (Bl. 849a d.A. – nachfolgend auch: „ErgStN“). Die Beteiligten erhielten Gelegenheit zur Stellungnahme (Bl. 862 d.A.).

Die an der Erstattung des Prüfungsberichts beteiligten Wirtschaftsprüfer der sachverständigen Prüferin () wurden am **31. Mai 2022** angehört. Auf das Protokoll wird Bezug genommen (Bl. 1039 ff. d.A.).

Wegen des Sachverhalts und des weiteren Vortrags der Beteiligten zu Kritikpunkten in Bezug auf die Bewertung, Verfahrensanhänger und Einzelheiten des Parteivortrags sowie wegen des Verfahrensgangs wird ergänzend auf den gesamten Akteninhalt Bezug genommen.

B.**Zuständigkeit, Zulässigkeit der Anträge****I. Anwendbarkeit des SpruchG und Zuständigkeit**

Auf die Anträge der Antragsteller ist das Spruchverfahrensgesetz anzuwenden (§ 327f Satz 2 AktG i.V.m. § 1 Nr. 3 SpruchG). Spruchverfahren gehören zu den Handelssachen (§§ 95 Abs. 2 Nr. 2, 71 Abs. 2 Nr. 4 lit. e GVG). Das Landgericht Stuttgart ist für die Entscheidung über die Anträge zuständig (§ 2 Abs. 1 Satz 1 SpruchG; §§ 13 Abs. 2 Nr. 8, Abs. 1 Nr. 2 ZuVOJu). Ausschließlich zuständig ist die Kammer für Handelssachen (§ 95 Abs. 2 Nr. 2 i.V.m. § 71 Abs. 2 Nr. 4 lit. e GVG; vgl. Kissel/Mayer/Mayer, 10. Aufl. 2021, GVG § 95 Rn. 24 und § 94 Rn. 5; Kiefner/Kersjes, NZG 2012, 244, 245; offengelassen bei BeckOK GVG/Pernice, 15. Ed. 15.5.2022, GVG § 95 Rn. 38 m.w.N. zum Streitstand).

II. Antragsfrist

Sämtliche verfahrenseinleitende Anträge der Antragsteller sind bis zum Ablauf der Antragsfrist am 07. Juli 2017 (3 Monate nach Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses, §§ 4 Abs. 1 Nr. 3, 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. §§ 16 Abs. 2 FamFG, 222 Abs. 2 ZPO) beim Landgericht Stuttgart eingegangen.

III. Beteiligtenfähigkeit und Antragstellung der Erben einer Erbengemeinschaft

Soweit das Gericht ursprünglich von der Beteiligtenfähigkeit der ursprünglichen Antragstellerin (44) – einer Erbengemeinschaft – ausgegangen ist (wie etwa im Beschluss zu 31 O 130/15 KfH SpruchG; ebenso wie LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 57, juris), war zu berücksichtigen, dass das OLG Stuttgart eine Erbengemeinschaft auch unter Berücksichtigung von § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 8 Nr. 2 FamFG und § 69 Abs. 1 und Abs. 3 Satz 2 AktG nicht als im Spruchverfahren beteiligtenfähig ansieht und dass anstelle der Erbengemeinschaft die einzelnen Erben in das Rubrum aufzunehmen sind (OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 2/13, Rn. 46 f. juris). Eine entsprechende Rubrumsänderung wurde angekündigt (Bl. 717 d.A.) und nach Anhörung der Beteiligten von der Kammer am 31. Mai 2022 beschlossen (Bl. 1041 d.A.). Nach der vom OLG Stuttgart zitierten Entscheidung des OLG Karlsruhe kann der – auch hier – im Namen der Erbengemeinschaft unter Nennung der Erben gestellte verfahrenseinleitende Antrag vom 03. Juli 2017 (Bl. 359 d.A.) als von allen Miterben gestellt ausgelegt werden (OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 21, juris).

IV. Antragsberechtigung

1. Schlüssige Behauptung der Antragsberechtigung

Antragsberechtigt sind gemäß § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG nur außenstehende Aktionäre, die infolge des Übertragungsbeschlusses ausgeschieden sind. § 3 Satz 2 SpruchG trifft keine Regelung zum maßgeblichen Zeitpunkt der Anteilsinhaberschaft für die Konstellation der Abfindung nach einem Übertragungsbeschluss gemäß § 327a AktG. Abzustellen ist wegen der in § 327e Abs. 3 Satz 1 AktG geregelten Rechtsfolgen der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister (dinglicher Übergang der Aktien) auf diesen Eintragungszeitpunkt (BeckOGK/Drescher, 1.2.2022, SpruchG § 3 Rn. 10 m.w.N.; vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 15. November 2018 – 31 O 130/15 KfH SpruchG; Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG –, Rn. 35, juris). Maßgeblich ist im vorliegenden Fall also die Aktionärsstellung am **03. April 2017**. Die Umstände, aus denen sich die Antragsberechtigung ergibt, muss der jeweilige Antragsteller gemäß § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG innerhalb der Antragsfrist nach § 4 Abs. 1 SpruchG darlegen. Das ist vorliegend allen Antragstellern gelungen.

2. Nachweis der Antragsberechtigung

Von der schlüssigen Behauptung der Antragsberechtigung zu unterscheiden ist ihr Nachweis. § 3 Satz 3 SpruchG lässt einen Nachweis der Antragsberechtigung ausschließlich durch Urkunden zu. Dieser Nachweis muss jedoch nicht innerhalb der Antragsfrist vorgelegt werden; es genügt, wenn er bis zur Entscheidung des Gerichts bzw. bis zum Ablauf einer vom Gericht gesetzten Frist erbracht wird (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 7, juris; vgl. auch § 7 Abs. 5 Satz 1 SpruchG und BeckOGK/Drescher, 1.2.2022, SpruchG § 3 Rn. 19).

Die Antragsgegnerin hat in der Antragserwiderung die Antragsberechtigung der Antragsteller 7 bis 10), 11 bis 15), 19), 22), 25), 28), 29), 37), 39), 40), 41), 44) (Erbengemeinschaft), 50) und 51) bezweifelt (Bl. 484 ff. d.A.).

Die Antragsteller

haben die zunächst fehlenden Belege zur Antragsberechtigung nachgereicht (Bl. 674-1, 652, 649-1, 694-1, 698-1 d.A.). Die ursprüngliche, von der Antragstellerin 22) vorgelegte Ausbuchungsbestätigung gibt im Übrigen auch das Anschaffungsdatum an (Bl. 142-3 bis 142-5 d.A.) und genügt daher bereits als Nachweis. Bezüglich des Antragstellers 29) ist das Bestreiten nicht nachvollziehbar (Hinweiserteilung Bl. 718 d.A.), denn die von ihm vorgelegte Erklärung der Depotbank vom 07. April 2017 („Squeeze-out Abfindung“) enthält unter „Bestandsbestätigung“ eine Erklärung zum Halten der Aktien am 03. April 2017 (Bl. 233-1 d.A.) – dem für die Antragsberechtigung maßgeblichen Stichtag (vgl. oben). Bezogen auf andere Antragsteller waren teils Nachweise zur Antragsberechtigung nur

einfach für das Gericht übermittelt worden, was das Bestreiten erklärt; die entsprechenden Belege wurden nachträglich der Antragsgegnerin übermittelt (Bl. 717 d.A.). Bezüglich der Erbengemeinschaft (die Erben sind nun als Antragsteller 44 erfasst) hat die Antragsgegnerin ihr Bestreiten nach ergänztem Vortrag nicht aufrechterhalten (Bl. 794 d.A.).

Die Antragsteller 19) und 51) kamen der im Beschluss vom 25. Mai 2020 geäußerten Aufforderung des Kammervorsitzenden zur Nachreichung von Belegen zur Antragsberechtigung fristgerecht nach (Bl. 788, 790 d.A.).

Der Antragsteller 41) und die anwaltlich vertretene Antragstellerin 50) haben hingegen innerhalb der mit Beschluss vom 25. Mai 2020 gesetzten Vierwochen-Frist (dem Antragsteller 41 am 15. Juni 2020 zugestellt, dem anwaltlichen Bevollmächtigten der Antragstellerin 50 am 28. Juli 2020, Bl. 776, 778 d.A.) keine Nachweise zur Antragsberechtigung vorgelegt (vgl. vor Bl. 800 d.A.). Ein nochmaliger indirekter Hinweis auf die fehlende Belegvorlage ist durch Verfügung vom 08. Juli 2020 erfolgt (Bl. 795 d.A.). Bei bestrittener Antragsberechtigung reicht die Vorlage von Ausbuchungsbestätigungen, Verkaufsabrechnungen oder bloßen Abrechnungen der Abfindung nicht zum Nachweis der Antragsberechtigung im Spruchverfahren aus, sofern sich aus ihnen nicht das Datum des Wertpapiererwerbs vor oder spätestens am Tag der Handelsregistereintragung ergibt (vgl. dazu OLG München, Beschluss vom 26. Juli 2012 – 31 Wx 250/11 –, Rn. 14, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 10. Oktober 2005 – 20 W 244/05 –, Rn. 21, juris; LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13 –, Rn. 16, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 09. Februar 2005 – I-19 W 12/04 AktE –, Rn. 19, juris; Goslar/Wilsing, in Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, SpruchG § 3 Rn. 11; LG Hamburg, Beschluss vom 23. Februar 2016 - 403 HKO 152/14 Beck-online).

In der juristischen Literatur wird zwar ausgeführt, dass Nachweise nicht schon mit der Antragsschrift oder innerhalb der gesetzlichen Antragsfrist vorgelegt werden müssten, sondern noch bis zum Schluss der mündlichen Verhandlung (so Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, SpruchG § 3 Rn. 10), bis zur erstinstanzlichen (Sach-)Entscheidung des Gerichts (Hölters/Weber/Simons, 4. Aufl. 2022, SpruchG § 3 Rn. 21; Steinle/Liebert/Katzenstein, MHdB GesR VII, § 34 Spruchverfahren Rn. 31) oder sogar noch bis zum Schluss der mündlichen Verhandlung im Beschwerdeverfahren nachgereicht werden könnten (Drescher, in BeckOGK, SpruchG § 3 Rn. 19: „jedenfalls dann, wenn das Landgericht keinen Nachweis eingefordert hat“; Emmerich/Habersack/Emmerich, 9. Aufl. 2019, SpruchG § 3 Rn. 14). Die Möglichkeit der Nachreichung besteht aber nach Auffassung der Kammer jedenfalls dann nicht mehr, wenn den betroffenen Antragstellern auf entsprechendes Bestreiten der Antragsberechtigung während des erstinstanzlichen Verfahrens eine Frist zur Vorlage urkundlicher Nachweise zur Antragsberechtigung gesetzt worden ist und wenn die betroffenen Antragsteller die Frist – wie hier – versäumt haben (wie hier wohl auch Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. SpruchG § 3 Rn. 16). Aus § 7 Abs. 4 SpruchG ergibt sich, dass das Gericht den Antragstellern

nach Eingang der Antragserwiderung eine Frist zur Stellungnahme zur Erwiderung zu setzen hat. Diese Fristsetzung gegenüber den Antragstellern „kann, wenn die Antragsberechtigung gerügt wird, mit der Aufforderung zur Vorlage eines Nachweises verbunden werden“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 15, juris). Davon hat die Kammer vorliegend Gebrauch gemacht. Eine solche gerichtliche Fristsetzung vor der Anhörung der sachverständigen Prüfer hat gerade den Sinn, baldmöglichst abschließend zu klären, mit welchen materiellen Bewertungsrügen sich die Kammer tatsächlich auseinandersetzen muss und welche Anträge mangels fristgerechten Nachweises der Antragsberechtigung unzulässig sind. Der Zweck der Fristsetzung würde konterkariert, wenn Antragsteller, die es nicht geschafft haben, ihre Antragsberechtigung innerhalb der gesetzten gerichtlichen Frist nachzuweisen, im weiteren Verfahrensverlauf noch die Möglichkeit zur Nachholung des Nachweises eingeräumt werden müsste.

Mangels Nachweises der Antragsberechtigung spätestens bis zum Ablauf der gesetzten Frist waren die beiden verfahrenseinleitenden Anträge der Antragsteller 41) und 50) als unzulässig zu verwerfen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 13. September 2004 – 20 W 13/04 –, Rn. 22, juris; wie hier Hölters/Weber, SpruchG § 3 Rn. 31, beck-online; MüKoAktG/Kubis, 5. Aufl. 2020, SpruchG § 3 Rn. 25).

V. Zwischenergebnis

Die Anträge der Antragsteller 41) und 50) sind (offensichtlich) unzulässig. Alle übrigen Anträge sind zulässig.

C.**Unbegründetheit der zulässigen Anträge**

Die Anträge auf gerichtliche Festsetzung einer höheren Abfindung sind, soweit sie zulässig sind, unbegründet. Denn die von der Hauptversammlung beschlossene Abfindung ist angemessen.

I. Allgemeines**1. Unbeachtlichkeit des Einwands angeblicher formaler Berichtsmängel**

Einzelne Antragsteller behaupten nicht näher konkretisierte formale Mängel des gemäß §§ 327c Abs. 2, 293a AktG zu erstattenden Berichts des Hauptaktionärs (Übertragungsbericht), wie etwa die Antragsteller 19), 26) und 30) (Bl. 124, 203, 253 d.A.). Diese Rügen sind mangels Konkretisierung nicht nachvollziehbar und eine hier nicht erkennbare, etwaige Unvollständigkeit des Übertragungsberichts wäre für sich genommen auch nicht entscheidungserheblich (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG, Rn. 91 - 92, juris).

2. Verfahrensvoraussetzungen für die Bestimmung der angemessenen Abfindung erfüllt**a. Unternehmensbewertung und Prüfung durch sachverständige Prüferin**

Einige wenige Antragsteller behaupten, es fehle an einer eigenständigen Unternehmensbewertung durch die Bewertungsgutachterin und durch die sachverständige Prüferin (so etwa Antragsteller 20 bis 22, 29 - Bl. 129, 222 d.A.). Das zeige sich daran, dass das Bewertungsgutachten auf den Planzahlen des Vorstands basiere. Andere Antragsteller werfen der Bewertungsgutachterin umgekehrt vor, durch von der Gesellschaft nicht bestätigte Bereinigungen von konzerninternen Planungsrechnungen abgewichen zu sein (etwa die Antragstellerin 19, Bl. 120 d.A.).

Der Vorwurf, das Bewertungsgutachten beruhe auf Planzahlen des Vorstands, ist kein überzeugender Einwand gegen die Bewertung. Unternehmenseigene Planungen bilden, soweit sie vorliegen, soweit sie auf zutreffenden Annahmen beruhen und in sich schlüssig, widerspruchsfrei und plausibel sind, eine ganz wesentliche Bewertungsgrundlage und dürfen nicht durch eigene, möglicherweise ebenso vertretbare Annahmen des Bewertungsgutachters oder des Gerichts ersetzt werden (dazu ausführlich noch unten).

Der sachverständige Prüfer wiederum ist entgegen der Auffassung der genannten Antragsteller nicht verpflichtet, eine eigenständige, von der Arbeit der Bewertungsgutachterin losgelöste Neubewertung des Unternehmens durchzuführen. Er darf sich darauf beschränken, die vom Hauptaktionär vorgenommene Bewertung auf ihre methodische Konsistenz und ihre inhaltlichen Prämissen hin zu überprüfen (OLG München, Beschluss vom 12. November 2008 – 7 W 1775/08,

Rn. 55; OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. Dezember 2008 – 20 W 12/08, Rn. 139; LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 98, juris).

Nicht nur unbegründet, sondern haltlos ist die These der Antragsteller 23) und 24), die sachverständige Prüferin habe die für die Abfindungsbemessung relevanten Daten „prüfungslös übernommen“ und die Bewertung durch die Bewertungsgutachterin „blindlings anerkannt“ (Bl. 148, 151, 166, 169 d.A.). Der vorgelegte Prüfungsbericht, die Ergänzende Stellungnahme vom 20. Januar 2022 (Bl. 849 a d.A.) und die ergänzende Erörterung in der mündlichen Verhandlung am 31. Mai 2022 (Bl. 1039 ff., 1041 ff. d.A.) lassen eindeutig erkennen, dass die sachverständige Prüferin sehr gründliche eigenständige Analysen, Bewertungen und Berechnungen durchgeführt hat, die sich gerade dadurch auszeichnen, dass sie sich nicht auf das bloße „Nachvollziehen“ von Prüfungshandlungen der Bewertungsgutachterin oder gar die unkritische Wiedergabe von Planzahlen beschränken. Das ist nicht nur durch die bereits erwähnten schriftlichen Dokumente (Prüfungsbericht, Ergänzende Stellungnahme) deutlich geworden, sondern bei der Anhörung von den Wirtschaftsprüfern und am 31. Mai 2022 nochmals eindrucksvoll unter Beweis gestellt worden. Das zeigte sich beispielsweise im Zusammenhang mit der kritischen internen und externen Plausibilisierung der Bottom-Up-Planung des Unternehmens (Bl. 1047 d.A.) oder an den Ausführungen zum Betafaktor, zu dem Wirtschaftsprüfer ausgeführt hat, dass man, wenn man selbst den Unternehmenswert rechnet, im Gegensatz zur Bewertungsgutachterin mit Debt Beta rechnen, und dass man dann zu einem im Schnitt um 0,1 höheren Beta komme, was sich aber wegen der geringen Verschuldung der zu bewertenden Gesellschaft beim Relevieren praktisch kaum auswirke, weshalb man guten Gewissens die Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin ohne Debt Beta zugrunde gelegten 0,9 bestätigen könne (PB Tz. 321; Bl. 1055 f.).

Die sachverständige Prüferin hat die Angemessenheit der von der Bewertungsgutachterin ermittelten Abfindung im Prüfungsbericht als Ergebnis einer eigenen Gesamtbeurteilung bestätigt (vgl. insbesondere PB Seite 2 Tz. 10 ff.; Seite 7 Tz. 29; Seite 102, Tz. 380).

Vor diesem Hintergrund ist der antragstellerseits erhobene Vorwurf der „prüfungslösen Übernahme“ von Werten ungerechtfertigt, unverständlich und unangemessen.

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

b. Parallelprüfung

Die u.a. von den Antragstellern 20) bis 22), 23) und 24) (Bl. 130, 147, 165 d.A.) angesprochene Parallelprüfung durch die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin und durch die vom Gericht bestellte sachverständige Prüferin wurde im Prüfungsbericht (PB Seite 2 Tz. 9 und Anlage 1) offengelegt. Sie ist zulässig (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. Dezember 2008 – 20 W 12/08, Rn. 136), ermöglicht eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch die Prüfer, stellt deren Unabhängigkeit nicht in Frage (BGH, Urteil vom 18. September 2006 – II ZR 225/04, Rn. 14) und ist kein Indiz für mangelnde Sorgfalt bei der Prüfung (wie hier schon LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 96, juris). Die gewünschten zusätzlichen Angaben etwa zum „genauen Ablauf der Bewertungs- und Prüfungshandlungen“ sind weder für die Bewertung noch für die gerichtliche Entscheidung relevant.

c. Neutralität der sachverständigen Prüferin

Die Bestellung des sachverständigen Prüfers oder der sachverständigen Prüferin durch das Gericht auf Antrag des Hauptaktionärs und das Tätigwerden der Prüfer bereits in Vorbereitung der Strukturmaßnahme und vor Beginn des Spruchverfahrens sind durch § 327c Abs. 2 Satz 2 bis 4 AktG gesetzlich geregelt und vorgegeben. Die vorgenannten Umstände beeinträchtigen entgegen der Behauptung der Antragsteller 20) bis 22) (Bl. 131 d.A.) weder die Neutralität der sachverständigen Prüfer noch rechtfertigen sie deren Ausschluss wegen Besorgnis der Befangenheit. Die Verpflichtung zur Neutralität ergibt sich schon aus dem Gesetz und wird im Bestellungsbeschluss noch einmal betont.

Eine Ablehnung des sachverständigen Prüfers im Spruchverfahren wegen Besorgnis der Befangenheit scheidet ohnehin aus, wie die Kammer bereits wiederholt ausgeführt hat (LG Stuttgart, Beschluss vom 23. März 2017 - 31 O 1/15 KfH SpruchG - bestätigt durch Beschluss des OLG Stuttgart vom 02. Oktober 2017 - 20 W 6/17; LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG). Aufgrund der spezialgesetzlich geregelten besonderen Stellung des sachverständigen Prüfers als sachverständiger Zeuge (§ 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG) bzw. Beweismittel „sui generis“ im Spruchverfahren finden die Vorschriften der §§ 406 Abs. 1, 42 Abs. 2 ZPO (i.V.m. §§ 6 Abs. 1, 30 Abs. 1 FamFG, 17 Abs. 1 SpruchG) auf den sachverständigen Prüfer keine Anwendung (vgl. MüKoAktG/Kubis, 5. Aufl. 2020, SpruchG § 8 Rn. 2; Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl. 2020, SpruchG § 8 Rn. 7; Emmerich/Habersack/Emmerich, 9. Aufl. 2019, SpruchG § 8 Rn. 5: „weder Zeugen noch Sachverständige, sondern Hilfspersonen“ zur Vermittlung des notwendigen Fachwissens; Koch, Aktiengesetz, SpruchG 16. Aufl. 2022, § 8 Rn. 4 „sachkundige Auskunftsperson“; vgl. auch BeckOGK/Drescher, 1.2.2022, SpruchG § 8 Rn. 15; vgl. auch Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 „Spruchverfahren“ Rn. 46; Mennicke in: Lutter, Umwandlungsgesetz, 6. Aufl. 2019, § 8 SpruchG, Rn. 6: „sachkundige Auskunftsperson eigener Art“).

Keinen Verstoß gegen die Neutralitätspflicht stellt die im Prüfungsbericht offengelegte (PB Seite 4, Tz. 14) Einholung von Auskünften beim Vorstand der zu bewertenden Gesellschaft und bei von diesem benannten Auskunftspersonen des Unternehmens dar. Denn mit der Einholung solcher Auskünfte kommt der sachverständige Prüfer dem kraft gerichtlicher Bestellung erteilten gesetzlichen Auftrag zur Angemessenheitsprüfung nach. Ohne die Einholung von Auskünften und Informationen kann ein vom Gericht bestellter sachverständiger Prüfer kaum seiner Aufgabe nachkommen, die Angemessenheit der vom Mehrheitsaktionär festgelegten Abfindung zu prüfen und die der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen der Bewertungsgutachterin zu verplausibilisieren. Dass keiner der Verfahrensbeteiligten an derartigen Gesprächen teilnehmen kann, ist durch die gesetzlichen Verfahrensregeln zur Durchführung der Prüfung vor der Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme angelegt und ergibt sich zwangsläufig daraus, dass zum Zeitpunkt der Bestellung nicht feststeht, ob es zu einem Spruchverfahren kommen wird und wer sich daran als Antragsteller beteiligt. Es geht im Übrigen um die eigenen, nicht zu ersetzenden Wahrnehmungen des Prüfers beim Prüfungsvorgang (wohl deshalb ist in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG vom „sachverständigen Zeuge“ die Rede), darüber hinaus aber auch um die Einbeziehung als „Auskunftsperson sui generis“ wegen eigener Einschätzungen zu Bewertungsfragen zum Bewertungsstichtag (etwa Unternehmens- und Marktprognosen, Betafaktoren, Zusammensetzung einer Peer Group; vgl. Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, SpruchG § 8 Rn. 6 und 7).

Mit Konstellationen, in denen ein gerichtlich bestellter Sachverständiger im Zivilprozess Auskünfte bei einer der Parteien einholt und im Gutachten verwertet, ohne dies offenzulegen und der anderen Seite Gelegenheit zur Stellungnahme zu geben, ist die besondere Situation im Spruchverfahren nach alledem nicht vergleichbar.

Die Antragsteller 20) bis 22) und 29) (Bl. 131, 223 d.A.) zitieren eine BGH-Entscheidung (BGH, Beschluss vom 10. Januar 2017 – VI ZB 31/16 –, Rn. 9 ff., juris), die die vorausgegangene Tätigkeit eines gerichtlich bestellten Sachverständigen als Privatgutachter einer der Parteien betrifft. Mit einer solchen Konstellation im Zivilprozess ist das Tätigwerden des sachverständigen Prüfers im Vorfeld des Spruchverfahrens nicht vergleichbar: Er wurde vom Gericht ausgewählt und bestellt (§ 327c Abs. 2 Satz 3 und Satz 4 i.V.m. §§ 293c, 293d AktG) und nicht vom Mehrheitsaktionär eingesetzt. Mittelbar aus der Verweisung in § 293c Abs. 1 Satz 5 AktG auf § 318 Abs. 5 HGB ergibt sich, dass in diesem Zusammenhang aufgrund des gerichtlichen Bestellsaktes ein „vertragsähnliches Auftragsverhältnis“ (oder schlicht ein Geschäftsbesorgungsvertrag) zwischen dem Prüfer und dem oder den Antragstellern des Bestellungsverfahrens zustande kommt und dass sich der Vergütungsanspruch des sachverständigen Prüfers nicht gegen die Staatskasse richtet (OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Oktober 2017 – 20 W 6/17, BeckRS 2017, 161311 Rn. 33, beck-online; Schenk in: Bürgers/Körper/Lieder, Aktiengesetz, 5. Aufl. 2021, § 293c Rn. 8; Langenbacher in: Schmidt,

K./Lutter, AktG, 4. Aufl. 2020, § 293c AktG, Rn. 5; MüKoAktG/Altmeppen, 5. Aufl. 2020, AktG § 293c Rn. 12; Grigoleit/Servatius, 2. Aufl. 2020, AktG § 293c Rn. 5; Emmerich/Habersack/Emmerich, 9. Aufl. 2019, AktG § 293c Rn. 9, viele m.w.N.). Das ist bei Strukturmaßnahmen, die ein Spruchverfahren nach sich ziehen können, auch sachgerecht, weil das gesamte Verfahren vor der Hauptversammlung einschließlich der Erstattung des Prüfungsberichts nicht im Interesse des Staates, sondern des Hauptaktionärs durchgeführt wird, der dementsprechend auch für die Kosten aufkommen und das Kostenrisiko tragen soll (wie die Gesellschaft bei der in § 318 Abs. 5 HGB geregelten Vergütung des gerichtlich bestellten Abschlussprüfers).

Zur Besorgnis der Befangenheit des sachverständigen Prüfers können diese gesetzlichen Regelungen aber von vornherein nicht führen, und aus ihnen ergeben sich auch keine generellen Ablehnungsgründe. Die vorgenannten, sich aus dem gerichtlichen Bestellsakt ergebenden Rechtsfolgen beruhen auf einer (sinnvollen) gesetzgeberischen Entscheidung und nicht – wie in der Konstellation der zitierten BGH-Entscheidung von 2017 – auf einer privatautonomen eines Verfahrensbeteiligten. Die Verwertung des vom sachverständigen Prüfer erstatteten Prüfungsberichts im anschließenden Spruchverfahren sowie die Anhörung des sachverständigen Prüfers sieht der Gesetzgeber ausdrücklich vor, andernfalls ergäbe die nach Maßgabe des § 8 Abs. 2 SpruchG grundsätzlich obligatorische Anhörung „zur Aufklärung des Sachverhalts“ keinen Sinn.

Soweit die vorgenannten Antragsteller ihre Ablehnung mit einer „Vorbefassung“ begründen wollen, betrifft diese „Vorbefassung“ des sachverständigen Prüfers naturgemäß denselben Bewertungsvorgang wie im späteren Spruchverfahren. Das ist unschädlich, ähnlich wie bei einem selbständigen Beweisverfahren und der Anhörung des dort bestellten Sachverständigen im späteren Hauptsacheverfahren.

Anhaltspunkte für eine vorausgegangene privatgutachterliche Tätigkeit und eine daraus möglicherweise resultierende Interessenkollision bestehen vorliegend nicht.

Nach der gesetzlichen Konzeption des Spruchverfahrens kann auf den Prüfungsbericht des sachverständigen Prüfers, auf etwaige ergänzende Stellungnahmen und auf seine mündliche Anhörung gem. § 7 Abs. 6 und § 8 Abs. 2 SpruchG zurückgegriffen werden; ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss vor dem Hintergrund des in § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 26 FamFG normierten Amtsermittlungsprinzips nur dann eingeholt werden, wenn gleichwohl weiterer Aufklärungsbedarf besteht (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022 – I-26 W 3/21 (AktE) –, Rn. 30, juris; OLG München, Beschluss vom 26. Juni 2018 – 31 Wx 382/15 –, Rn. 129, juris unter Verweis auf BT-Drucks. 15/371 vom 29. Januar 2003, Seite 15; OLG München, AG 2014, 453, 454; OLG Frankfurt v. 30.8.2012 – 21 W 14/11 Rn. 36 ff., juris m.w.N.).

Namhafte Stimmen in der Literatur gehen sogar davon aus, dass ein sachverständiger Prüfer im Rahmen eines Spruchverfahrens unter Umständen ergänzend als Sachverständiger bestellt werden kann (Drescher, in BeckOGK, 1.2.2022, SpruchG § 8 Rn. 15: „unproblematisch..., wenn es um die ergänzende Begutachtung bisher nicht gestellter Fragen geht“; vgl. etwa auch Koch, Aktiengesetz, SpruchG § 8 Rn. 5; MüKoAktG/Kubis, 5. Aufl. 2020, SpruchG § 8 Rn. 2; Mennicke in: Lutter, Umwandlungsgesetz, 6. Aufl. 2019, § 8 SpruchG, Rn. 10; zu Bedenken indes Emmerich/Habersack/Emmerich, 9. Aufl. 2019, SpruchG § 8 Rn. 8). Auch diese Überlegung zeigt: Die von den genannten Antragstellern angeführte BGH-Entscheidung zur vorausgegangenen privatgutachterlichen Tätigkeit eines Sachverständigen von 2017 ist hier nicht einschlägig und kann auch nicht auf die Konstellation des Spruchverfahrens übertragen werden.

3. Grundsätze der Angemessenheitsprüfung

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

a. Bewertung als Tatsachenfrage und Problem der Schätzung

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

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

Wertzumessung ist stets personen- und situationsbezogen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 55).

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

b. Methodik zur Ermittlung des Verkehrswerts

Die Verkehrsfähigkeit der Aktie spielt bei der Beurteilung der Angemessenheit der Abfindung eine zentrale Rolle, vor allem wenn es um Beteiligungen an börsennotierten Aktiengesellschaften geht. Der Verkehrswert der Aktie, für dessen Verlust der Minderheitsaktionär zu entschädigen ist, ist „regelmäßig mit dem Börsenkurs der Aktie identisch“ (BVerfG, Beschluss vom 27. April 1999 – 1 BvR 1613/94, Rn. 56, 60, 63). Anerkannt ist, dass bei einer börsennotierten Aktiengesellschaft neben der herkömmlichen, betriebswirtschaftlich anerkannten Ertragswertmethode auch die Heranziehung des Börsenkurses als alternative Bemessung in Betracht kommt. Ist nur ein Teil der Aktien börsennotiert, gilt das zumindest für börsennotierte Papiere (Koch, Aktiengesetz, AktG 16. Aufl. 2022, § 305 Rn. 36). Das auszuübende Schätzungsermessen nach § 287 Abs. 2 ZPO umfasst auch die Freiheit, anstelle der Ertragswertmethode im geeigneten Einzelfall eine kapitalmarktorientierte Bewertung zum Börsenkurs vorzunehmen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, Rn. 138 ff., 143; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08, Rn. 67; OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09, Rn. 35 ff., 52 ff.; im Grundsatz auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 05. Dezember 2013 – 21 W 36/12, Rn. 24, einschränkend jedoch bei nicht aussagekräftigem, weil im entschiedenen Fall durch öffentliche Angebote verzerrtem Börsenkurs; vgl. auch LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG, Rn. 72 ff.; ausführlich Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG).

Eine kapitalmarktorientierte Bewertung der Gesellschaft zur Ermittlung der angemessenen Abfindung kam hier nicht in Betracht, weil die Börsenzulassung bereits 2015 und damit lange Zeit vor dem Bewertungsstichtag widerrufen worden ist (vgl. oben A. I. 1. a).

Aus verfassungsrechtlicher Sicht ist wichtig, dass die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch darauf haben, dass der anteilige Wert ihres Aktieneigentums nach allen erdenklichen Methoden

ermittelt und die angemessene Abfindung nach dem „Meistbegünstigungsprinzip“ festgestellt wird (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10, Rn. 23, 24; BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 16. Mai 2012 – 1 BvR 96/09, 1 BvR 117/09, 1 BvR 118/09, 1 BvR 128/09, Rn. 18; zur Ablehnung des „Meistbegünstigungsprinzips“ schon OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 - 20 W 7/11 Seite 52 zur Abfindung und Ausgleichszahlung nach BGAV).

c. Prüfungsschritte der Angemessenheitsprüfung

Im Falle einer richterlichen Angemessenheitsprüfung obliegt es nach Auffassung der Kammer im ersten Schritt dem Tatrichter zu prüfen, ob die Unternehmensbewertung nach dem Bewertungsgutachten und dem Bericht des sachverständigen Prüfers „auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Methoden beruht“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10, Rn. 148; Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 740). Dazu gehört auch, ob die vom Bewertungsgutachter vorgenommene Bewertung methodisch konsistent ist, ob die inhaltlichen Prämissen der Bewertung zugrunde gelegt werden können, ob der Börsenkurs (sofern existent und aussagekräftig) berücksichtigt wurde, und ob die zugrunde liegenden Daten und Zukunftseinschätzungen fachgerecht abgeleitet wurden (vgl. Steinle/Liebert/Katzenstein, a.a.O. § 34 Rn. 89 ff.). Ist das der Fall, so bilden das Gutachten und der Bericht eine hinreichende Schätzgrundlage, so dass die Angemessenheit der vom Hauptaktionär angebotenen Abfindung bejaht werden kann (OLG Stuttgart, a.a.O. Rn. 148). Das gilt selbst dann, wenn die vom Bewertungsgutachter und dem sachverständigen Prüfer herangezogene Methode aus Sicht des Gerichts „nicht optimal“, aber „angemessen, geeignet und vertretbar“ ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 03. September 2010 – 5 W 57/09 –, juris Rn. 35).

Das OLG Stuttgart hat ausgeführt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, juris Rn. 141): „Das Gericht ist im Rahmen seiner Schätzung des Verkehrswertes des Aktieneigentums nicht gehalten, darüber zu entscheiden, welche Methode der Unternehmensbewertung und welche methodische Einzelentscheidung innerhalb einer Bewertungsmethode richtig sind. Vielmehr können Grundlage der Schätzung des Anteilswerts durch das Gericht alle Wertermittlungen sein, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden sowie methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen, auch wenn diese in der wissenschaftlichen Diskussion nicht einhellig vertreten werden.“ Es ist nicht Aufgabe des Spruchverfahrens, einen Beitrag zur Klärung von in der Betriebswirtschaftslehre umstrittener Fragen zu leisten oder zu entscheiden, welcher der in den Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Aspekten des Ertragswertverfahrens vertretenen Auffassungen der Vorzug gebührt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris Leitsatz und Rn. 81; vgl. auch KG Berlin, Beschluss vom 14. Januar 2009 – 2 W

68/07 –, Rn. 36, juris). Daran ist auch nach der BGH-Entscheidung vom 29. September 2015 - II ZB 23/14 festzuhalten. Auch aus verfassungsrechtlicher Sicht ist unbedenklich, wenn die fachgerichtliche Angemessenheitsprüfung darauf beschränkt wird, ob „die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge ... auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage beruhen und vertretbar sind“ (BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10, Leitsatz 2b und Rn. 29).

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

d. Bewertungsmethodik

Methodisch ist nicht zu beanstanden, dass im vorliegenden Fall die Ertragswertmethode zur Anwendung kam, um den Unternehmenswert und die angemessene Abfindung zu bestimmen.

Die hier von der Bewertungsgutachterin angewandte Ertragswertmethode nach IDW S 1 i.d.F. 2008 ist jedenfalls eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte und in der Bewertungspraxis gebräuchliche, deshalb auch anerkannte und zulässige Bewertungsmethode (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12 –, juris Rn. 85; OLG Stuttgart, Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 78, juris; vgl. auch BGH, Beschluss vom 21. Juli 2003 – II ZB 17/01 –, Rn. 7, juris).

Eine Prüfung der methodenkonsistenten Anwendung des Ertragswertverfahrens durch die sachverständigen Prüfer ist erfolgt (vgl. PB Seite 14 Tz. 51; Seite 25 Tz. 99 ff.). Sie haben die Angemessenheit der Methode bestätigt (PB Seite 18 Tz. 74; Seite 26 Tz. 102).

Die Bewertung nach der hier gewählten Ertragswertmethode muss jedoch mit Plausibilisierungen und Schätzungen arbeiten. Die Methode ist mit zahlreichen Unschärfen behaftet (so schon OLG Frankfurt, Beschluss vom 09. Dezember 2008 – WpÜG 2/08, Rn. 57). Kern des Verfahrens ist die Diskontierung prognostizierter künftiger Erträge, deren Höhe nicht bekannt ist, die also nur aufgrund der bisherigen Erträge, der Unternehmensplanungen und allgemeinen Einschätzungen der Zukunft geschätzt werden können. Bei einer Ertragswertberechnung etwa nach Tax-CAPM ist bei vielen Parametern eine ganze Bandbreite von Werten (insbesondere bei der

Marktrisikoprämie) vertretbar und angemessen, ohne dass ein in die Formel eingesetzter Wert als allein „richtig“ und zu einem einzig zutreffenden „wahren Unternehmenswert“ führen würde. Bereits marginale Änderungen etwa beim Basiszins oder der Marktrisikoprämie können erhebliche Auswirkungen auf das Ergebnis der Ertragswertberechnung haben (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 – 20 W 3/12, Rn. 79).

Den gebräuchlichen Berechnungsmodellen der Ertragswertmethode, ob in Gestalt des CAPM oder des Tax-CAPM, wird in der Literatur vorgeworfen, dass ihre Bedingungen nur in einer idealen Modellwelt Gültigkeit hätten und dass sie eine „pseudo-mathematische Exaktheit“ vortäuschten. Die Konsequenz könne zum Schutz der außenstehenden Aktionäre nur darin liegen, „sich wo immer möglich an Marktpreisen zu orientieren“ - trotz verbreiteter Einwände der Betriebswirtschaftslehre (Emmerich/Habersack/Emmerich, 9. Aufl. 2019, AktG § 305 Rn. 41a, 41b). Das Oberlandesgericht Stuttgart hat schon vor langer Zeit dafür plädiert, „angesichts der Unsicherheit der zahlreichen auf Prognosen zukünftiger Entwicklungen beruhenden Parameter des Ertragswertverfahrens“ bei der Ermittlung des Unternehmenswertes „das Marktgeschehen verstärkt in die Betrachtung einzubeziehen“ (OLG Stuttgart, Beschluss vom 26. Oktober 2006 – 20 W 14/05 –, Rn. 29, juris).

Im Einzelfall kann es deshalb für das Spruchverfahren ausreichen, die Angemessenheit des von der Hauptversammlung beschlossenen Abfindungsbetrags anhand einer kapitalmarktorientierten Bewertung mithilfe von aussagekräftigen Börsenkursen zu prüfen und gegebenenfalls festzustellen (dazu ausführlich bereits LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfH SpruchG – Rn. 87 ff. juris; LG Stuttgart, Beschluss vom 17. September 2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG –, Rn. 145 ff., juris; LG Stuttgart, Beschluss vom 8. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG –, Rn. 308 ff., 317 ff., juris; dazu auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 2/13, Rn. 61 und Beschluss vom 19. Dezember 2018 – 20 W 1/14 bei B. III. 1.). Das kann vertiefte Überlegungen im Spruchverfahren zum möglichen Spektrum eines Ertragswertes im Einzelfall obsolet werden lassen (LG Stuttgart, Beschluss vom 8. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG –, Rn. 401, juris).

Der „wahre“ Wert der Beteiligung des Minderheitsaktionärs, für die er beim Squeeze Out zu entschädigen ist, kann, muss aber nicht als quotaler Anteil an dem durch eine geeignete Methode der Unternehmensbewertung ermittelten Wert des Unternehmens (mittelbar) berechnet werden. Der Wert kann auch „auf andere Weise (unmittelbar) festgestellt werden, insbesondere unter Rückgriff auf den Börsenwert der Anteile“ (BGH, Beschluss vom 12. Januar 2016 – II ZB 25/14 –, BGHZ 208, 265-278, Rn. 23).

4. Rückgriff auf Multiplikatorenverfahren?

Jedenfalls dann, wenn wie hier zu dem zu bewertenden Unternehmen keine aussagekräftigen, auf den Bewertungsstichtag bezogenen Börsenkurse existieren, kann man bei der gerichtlichen Angemessenheitsprüfung aus Sicht der Kammer durchaus auch auf Multiplikatorverfahren zurückgreifen, um die Bandbreite des Unternehmenswerts zu schätzen.

Denn Multiplikatorverfahren kommen in der Unternehmensbewertung tatsächlich zum Einsatz (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022 – I-26 W 3/21 (AktE) –, Rn. 63, juris), sie werden in der betriebswirtschaftlichen Literatur als „beliebtes, wenn nicht sogar das beliebteste Instrument“ (Oehrich, IRZ 2021, 171), als in der Praxis weit verbreitet (Zwirner, StuB-Beilage 2014, 1) und als „marktorientierte Verfahren“ (Kreutziger/Jacobs, in Kreutziger/Schaffner/Stephany, BewG 5. Aufl. 2021, § 11 Rn. 65) bezeichnet. Sie sind dem „Marktgeschehen“, der Praxis des Markts für Unternehmensbeteiligungen (außerhalb von Spruchverfahren), zuzuordnen. Multiplikatorverfahren zielen auf die Ermittlung von Vergleichswerten ab. Ihr Grundgedanke ist, wertbildende Bezugsgrößen von Vergleichsunternehmen in Relation zu beobachtbaren Marktpreisen für Unternehmen oder Unternehmensbeteiligungen zu setzen. Der Marktpreis des zu bewertenden Unternehmens wird anhand unterschiedlicher Bezugsgrößen geschätzt (z.B. Umsatz, EBITDA, EBIT, Jahresüberschuss). Im Interesse der Komplexitätsreduktion gibt es Vereinfachungsregeln (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. September 2018 – I-26 W 1/18 (AktE) –, Rn. 53, juris; LG Köln, Beschluss vom 23. Februar 2018 – 82 O 66/11 –, Rn. 183, juris; vgl. Oehrich, IRZ 2021, 171, auch zur Kritik an Vereinfachungen). Als Vorteil von Multiplikatorverfahren wird angesehen, dass hier versucht wird, unterschiedliche Werttreiber, die bei barwertorientierten Verfahren in verschiedenen Parametern erfasst werden, durch *eine* beobachtbare Größe, den Multiplikator zu erfassen (Hachmeister/Ruthardt, DStR 2015, 1769 ff., 1773).

In der Transaktionspraxis werden Multiplikatorverfahren praktisch immer verwendet, um eine schnelle Indikation für einen möglichen „fairen“ Kaufpreis für ein Unternehmen oder eine Unternehmensbeteiligung zu errechnen, ein entsprechendes Angebot intern zu rechtfertigen oder in Preisverhandlungen Einwände zu entkräften. Der Aufwand eines Ertragswertverfahrens nach IDW S 1 wird bei Unternehmenskäufen eher selten betrieben. Weil man über Parameter der Ertragswertformel wie etwa den Betafaktor oder den Wachstumsabschlag trefflich streiten kann, weil bei diesen Faktoren eine ganze Bandbreite von Werten vertretbar und angemessen erscheint und die Parameter- bzw. Wertfestlegung letztlich auch nur eine bestmögliche Schätzung darstellen kann, scheint aus Sicht der Transaktionspraxis der Mehrwert und der denkbare zusätzliche Erkenntnisgewinn einer aufwendigen Unternehmensbewertung mit der scheinbar genauen Ertragswertmethode gegenüber den in der Transaktionspraxis gebräuchlichen Multiplikatorverfahren begrenzt. Der zeitliche Mehraufwand erscheint in der Transaktionspraxis

häufig nicht gerechtfertigt (zu den praktischen Erwägungen BeckHdB Unternehmenskauf, Rn. 69). Im Kontext der Bewertung kleiner und mittlerer Unternehmen wird die Multiplikatorenmethode auch als „Praktikerformel“ bezeichnet (vgl. Rössler/Troll/Eisele, 34. EL Januar 2022, BewG § 11 Rn. vor 38-38a unter Verweis auf Exler, BBB 2/2007 S. 43), wobei in der Praxis teilweise auf individuelle Multiplikatoren verzichtet wird; es gibt aber auch die individuelle Ausprägung des Multiplikatorenverfahrens (Kreutziger/Jacobs a.a.O. § 11 BewG Rn. 65a). Das IdW selbst stellt ebenso wie berufsständische Kammern branchenübliche Bewertungsmaßstäbe zum Zwecke der Unternehmensbewertung nach Multiplikatorenverfahren zur Verfügung (Rössler/Troll/Eisele, 34. EL Januar 2022 Rn. 38, BewG § 11 Rn. vor 38-38a).

Ein in einem Spruchverfahren vom LG Köln beauftragter Sachverständiger wird vom Gericht dahingehend zitiert, dass eine Methodenvielfalt dem Bewertungskonzept des markttypischen Unternehmenserwerbers besser entspreche als die Ertragswertmethode nach IDW S1. Der markttypische Erwerber wende mehrere Bewertungsmethoden nebeneinander an, in der Regel die DCF-Methode und Multiplikator-Methode. Für eine Verkehrswertbetrachtung sei es sogar unabdingbar, Markt-Multiplikatoren zu berücksichtigen (LG Köln, Beschluss vom 23. Februar 2018 – 82 O 66/11 –, Rn. 182, juris).

Dem Gedanken der Marktorientierung folgend, könnten Multiplikatorverfahren auch in Spruchverfahren verstärkt zur Anwendung kommen, um die Angemessenheit oder Unangemessenheit einer angebotenen Abfindung „unmittelbar“ gerichtlich feststellen zu können; dem Umstand, dass in Spruchverfahren nicht die Bewertung einer 100%-Beteiligung das Ziel ist, sondern es etwa beim Squeeze Out um Minderheitsbeteiligungen geht, könnte wie in der Transaktionspraxis durch angemessene Abschläge Rechnung getragen werden. Diskussionen über den Betafaktor und Wachstumsabschläge wären entbehrlich. Allerdings wäre dann das Augenmerk auf die Auswahl und Ermittlung der angewendeten Multiplikatoren zu richten, und dabei käme es u.a. wieder auf die für die Peer Group ausgewählten Vergleichsunternehmen an, so dass sich an dieser Stelle in Spruchverfahren absehbar vergleichbare Diskussionen ergeben wie im Rahmen des Ertragswertverfahrens beim Betafaktor. In der Literatur wird empfohlen, dass sich bei Multiplikatorenverfahren die Vergleichsunternehmen „hinsichtlich der auch dem DCF-Verfahren zugrunde liegenden wertbeeinflussenden Faktoren, nämlich Höhe der Cash Flows, Wachstumsrate der Cash Flows und systematisches Risiko, ähnlich“ sein sollten (Oehrich, IRZ 2021, 171 ff., 172). Aufgrund eigener Erfahrung von Kammermitgliedern kann festgehalten werden, dass in der Transaktionspraxis fast immer EBIT- bzw. EBITDA- Multiples verwendet werden, so dass sich in der Literatur beschriebene Probleme von Umsatzmultiplikatoren (Hachmeister/Ruthardt, DStR 2015, 1702 ff., 1708) nicht stellen. In der Transaktionspraxis werden Multiples (auch) von Bewertern und M&A-Fachleuten aus veröffentlichten Quellen herangezogen, i.W. aus „Finance“ oder „DUB-Multiples“. Die dort laufend veröffentlichten Ranges bzw. Toleranzbreiten von Multiples treffen erfahrungsgemäß den gezahlten Kaufpreis meist sehr

gut. Eine eingehende Analyse des zu bewertenden Unternehmens durch den Bewerter ist für eine korrekte Bewertung wie bei anderen Bewertungsverfahren unerlässlich, um den voraussichtlichen Multiple (meist innerhalb der vorgenannten Toleranz) und damit den Preis am Markt bestmöglich zu definieren. Aufwendige Peergroup-Diskussionen, wie sie etwa in Spruchverfahren anzutreffen sind, werden jedoch hier nicht geführt.

In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur bzw. von Wirtschaftsprüfern wird davor gewarnt, in Multiplikatorenverfahren einen Weg zur schnellen und einfachen Bewertung zu sehen, weil man sich bei der Zusammenstellung der Peer Group-Unternehmen nicht auf das Kriterium „Branche“ verlassen dürfe und auch hier eine umfassende Analyse nicht nur des Bewertungsobjekts, sondern auch der Vergleichsunternehmen notwendig sei (Hachmeister/Ruthardt, DStR 2015, 1769). Andere Autoren freilich konstatieren, dass Multiplikatoren im Vergleich zu den DCF-Verfahren durchaus eine einfache und schnelle Bewertung erlauben, betonen aber mitunter, dass es hier nicht um den intrinsischen Wert, sondern den Preis gehe (Oehrich, IRZ 2021, 171 ff., 176; zum Vorteil einer schnellen, überschlägigen Bewertung vgl. auch Zitzelsberger, in Schüppen/Schaub, MünchAnwHdB 3. Aufl. § 20 Rn. 60).

In der Gerichtspraxis und von Teilen der Literatur werden Multiplikatorenverfahren bislang in der Regel nicht als eigenständige oder „vollwertige“ Bewertungsmethode wahrgenommen, sondern lediglich zur „Plausibilisierung alternativ ermittelter Unternehmenswerte“ herangezogen oder als „für die Argumentation in Verhandlungen bedeutsam“ eingestuft (so OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022 – I-26 W 3/21 (AktE) –, Rn. 63, juris; Oehrich, IRZ 2021, 171 ff., 176). Begründet wird das mit der großen Bandbreite der Ergebnisse des Multiplikatorverfahrens (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022 a.a.O.). Außerdem werden den Multiplikatorverfahren „Ungenauigkeit und fehlende Subjektivität“ vorgehalten (OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6. September 2018 – I-26 W 1/18 (AktE) –, Rn. 53, juris m.w.N.). Sie sollen im Spruchverfahren nur „eine begrenzte Aussagekraft“ haben (so LG Hamburg, Beschluss vom 18. März 2015 – 412 HKO 55/13 –, Rn. 101, juris). In der Transaktionspraxis scheint man Multiplikatorverfahren hingegen deutlich mehr Aussagekraft zuzubilligen.

Man muss sich bewusst sein, dass auch bei Anwendung des Ertragsverfahrens eine ganze Bandbreite von Beträgen zum Spektrum des angemessenen Unternehmenswerts gehören. Allein die Bandbreite spricht daher nicht gegen die Anwendung von Multiplikatorenverfahren bei der gerichtlichen Angemessenheitsprüfung in Spruchverfahren. Insbesondere bleibt es dabei, dass dem Gericht im Spruchverfahren keine umfassende Neubewertung des Unternehmens und der Abfindung unter Hinzuziehung eines gerichtlichen Sachverständigen obliegt (OLG Zweibrücken, Beschluss vom 2. Juli 2020 – 9 W 1/17 –, Rn. 46, juris) und dass die Ermittlung des „wahren“ Werts einer Aktie ohnehin illusorisch erscheint. Ob sich im Sinne einer wünschenswerten

Vereinfachung und Beschleunigung von Spruchverfahren die Sichtweise auf Multiplikatorenverfahren ändern wird, bleibt vorerst abzuwarten.

Festzuhalten ist an dieser Stelle: Der von der sachverständigen Prüferin zugrunde gelegte Unternehmenswert von 59.035 TEUR (errechnet auf Basis einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,7%; zu den Berechnungen vgl. ErgStN Seite 112 f. Tz. 408 und 409) liegt im Rahmen des Spektrums von 48,98 Mio. EUR und 124,05 Mio. EUR, das die Bewertungsgutachterin auf Basis der EV/EBIT-Multiplikatoren errechnet hat (BewGA Seite 73). Die sachverständige Prüferin hat errechnet, dass unter Anwendung von Trading Multiples der zugrunde gelegte Unternehmenswert oberhalb des Medians der Vergleichsunternehmen auf Basis der Jahre 2018 und 2019 (mit 55.394 TEUR bzw. 54.550 TEUR angegeben) und unterhalb des Medians auf Basis EV/EBIT-Multiplikatoren 2017 (mit 62.087 TEUR angegeben) liege (PB Seite 96 ff.). Anhaltspunkte für eine fehlende Plausibilität des mithilfe der Ertragswertmethode errechneten Unternehmenswerts ergeben sich hieraus also nicht.

5. Maßgeblicher Bewertungsstichtag

Maßgeblicher Bewertungsstichtag ist der Tag, an dem die Hauptversammlung den Übertragungsbeschluss gefasst hat, hier also der **17. Februar 2017**.

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

1. Grundsätzliches

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

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

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

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

Die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge sind gerichtlich nur eingeschränkt überprüfbar. Zu berücksichtigen ist, dass es nicht nur *eine* richtige Prognose über die künftige Entwicklung eines Unternehmens gibt. In den seltensten Fällen trifft sie so wie vorhergesagt ein (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013 – 20 W 4/12 –, Rn. 84). Unternehmerische Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen müssen auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen beruhen. Sie dürfen nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf ihre Annahme nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gutachters oder des Gerichts ersetzt werden. Im Rahmen eines Spruchverfahrens unterliegt die der Bewertung zugrunde gelegte Planung einer nach den vorgenannten Maßstäben eingeschränkten gerichtlichen Prüfung (OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 2/13 –, Rn. 68, juris; Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 75; Beschluss vom 02. Dezember 2014 – 20 AktG 1/14 –, Rn. 79; Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 180; Beschluss vom 14. September 2011 – 20 W 4/10 –, Rn. 71; Beschluss vom 26. Oktober 2006 – 20 W 14/05 –, Rn. 28; ebenso OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12).

Im Spruchverfahren sind deshalb vorhandene Planungsrechnungen des zu bewertenden Unternehmens auf ihre Plausibilität zu überprüfen. Eine richterliche Korrektur der unternehmenseigenen, eigenverantwortlich erstellten Planung im Spruchverfahren ist grundsätzlich nur dann zulässig, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist. Fehlen Planungsrechnungen oder sind sie nicht plausibel, so sind sachgerechte Prognosen zu treffen oder Anpassungen vorzunehmen (OLG München, Beschluss vom 14. Juli 2009 – 31 Wx 121/06 –, Rn. 12; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. November 2013 – 20 W 4/12 –, Rn. 84; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 30; Zwirner/Zimny/Lindmayr in Petersen/Zwirner Handbuch Unternehmensbewertung 2. Aufl. 2017, C. 4 Rn. 62 Seite 288; zur verfassungsrechtlichen Unbedenklichkeit der Beschränkung auf eine Plausibilitätsprüfung BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 24. Mai 2012 – 1 BvR 3221/10 –, Rn. 12, 30).

2. Der (originären) Bewertung zugrunde liegende Zahlen

Die Bewertungsgutachterin ist bezüglich der Ertragsplanung von einem Zwei-Phasen-Modell ausgegangen und hat zwischen der Detailplanungsphase („Phase I“) bestehend aus den Jahren 2017 bis 2019 und der Phase der „ewigen Rente“ („Phase II“) unterschieden (BewGA Seite 44

Tz. 113). Diese Vorgehensweise wurde von der sachverständigen Prüferin nachvollzogen (PB Seite 26 Tz. 102; Seite 66 Tz. 247) und ist nicht zu beanstanden. In den meisten Fällen wird nur eine Planung in zwei Phasen vorgenommen (IDW S1 i.d.F. 2008 Rz. 77).

3. Planungsprozess der Gesellschaft und allgemeine Einwände gegen die Planzahlen

a. Originäre Planung der Gesellschaft

Dem Bewertungsgutachten vom Dezember 2019 liegt folgende „originäre“ Ertragsplanung der Gesellschaft für den Detailplanungszeitraum 2017 bis 2019 bis zum EBIT zugrunde (vgl. PB Seite 52 Tz. 196; BewGA Seite 49 Tz. 135):

primion-Konzern	Plan 2017 T€	Plan 2018 T€	Plan 2019 T€
Umsatzerlöse	56.667	58.579	59.947
<i>Umsatzwachstum z. Vorjahr in %</i>	<i>9,2</i>	<i>3,3</i>	<i>2,3</i>
Bestandsveränderungen	72	76	78
Andere aktivierte Eigenleistungen	1.309	1.300	1.250
Gesamtleistung	58.068	59.956	61.275
Sonst. betriebliche Erträge	1.733	1.015	1.027
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>3,0</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>
Materialeinwand	-14.751	-15.214	-15.518
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>-25,4</i>	<i>-25,4</i>	<i>-25,3</i>
Personalaufwand	-27.477	-27.316	-27.815
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>-47,3</i>	<i>-45,6</i>	<i>-45,4</i>
Sonst. betriebliche Aufwendungen	-9.642	-10.166	-10.988
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>-16,6</i>	<i>-17,0</i>	<i>-16,5</i>
EBITDA	7.931	8.275	8.883
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>13,7</i>	<i>13,8</i>	<i>14,5</i>
Abschreibungen	-2.104	-2.246	-2.288
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>-3,6</i>	<i>-3,7</i>	<i>-3,7</i>
Operatives Ergebnis (EBIT)	5.826	6.029	6.596
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>10,0</i>	<i>10,1</i>	<i>10,8</i>
Finanzergebnis	-182	-159	-97
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,2</i>
Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT)	5.644	5.869	6.499
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>9,7</i>	<i>9,8</i>	<i>10,6</i>
Ertragsteuern	-1.751	-1.822	-2.010
Ergebnis nach Ertragsteuern	3.893	4.048	4.489
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>6,7</i>	<i>6,8</i>	<i>7,3</i>

Quelle: primion AG.

Diese Planung ist das Ergebnis des regulären Budget- und mittelfristigen Planungsprozesses der Gesellschaft (BewGA Seite 46 Tz. 123). Sie wurde in einem sogenannten Bottom-Up-Prozess erstellt (ErgStN Bl. 849a Seite 15 Tz. 51). Das bedeutet insbesondere, dass die vertriebsverantwortlichen Mitarbeiter zur Planung beigetragen haben, wie Wirtschaftsprüfer Dr. für die sachverständige Prüferin bei der Anhörung verdeutlicht hat (Bl. 1045 d.A.). Das Ergebnis dieses Planungsprozesses war die vom Vorstand erstellte und vom Aufsichtsrat am

24. November 2016 gebilligte Planungsrechnung. Die sachverständigen Prüfer haben dies verifiziert und den Planungsprozess detailliert beschrieben (PB Seite 48 Tz. 177 ff., 185, 186).

Der von der Antragstellerin 19) pauschal erhobene und von den Antragstellern 23) und 24) zumindest angedeutete Vorwurf der „anlassbezogenen Planung“ mit dem Ziel der möglichst niedrigen Abfindungsbemessung (Bl. 119, 147, 165 d.A.) wurde erkennbar ins Blaue hinein erhoben. Die Antragstellerin nennt keine tatsächlichen Anhaltspunkte für eine solche „Anlassbezogenheit“ oder dafür, dass eine außerhalb des regulären Planungsprozesses erstellte „Sonderplanung“ vorliegen könnte (vgl. dazu OLG Frankfurt, Beschluss vom 3. November 2020 – 21 W 76/19 –, Rn. 27, juris). Der pauschale, in Spruchverfahren immer wieder erhobene Vorwurf der „anlassbezogenen Planung“ (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 3. November 2020 – 21 W 76/19 –, Rn. 27, juris) ist angesichts der Überprüfung und Darstellung des Planungsprozesses durch die sachverständige Prüferin, angesichts der Plausibilitätsprüfung, die die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin vorgenommenen haben, und angesichts der durchgeführten Vergangenheitsanalyse nicht nachvollziehbar. Das gilt auch in Bezug auf die von der sachverständigen Prüferin als „zwingend erforderlich“ bezeichneten (ErgStN Bl. 849a Seite 40 Tz. 140) Aktualisierung der Planzahlen zum Bewertungsstichtag und die vorgenommenen bewertungstechnischen Umgliederungen (dazu im Detail noch unten c.). Die pauschale Behauptung einer „anlassbezogenen“ Planung bildet in Ermangelung anzugebender, der Beweiserhebung zugänglicher Fakten keine hinreichende Grundlage für weitere Überprüfungen.

Die Antragsteller 23) und 24) nennen zwei verschiedene Daten, an denen der Aufsichtsrat die Planungsrechnung gebilligt habe (einmal 24. November 2016 – wie zutreffend –, einmal den 23. Dezember 2016) (Bl. 147, 165 d.A.). Weder erschließt sich die Bewertungsrelevanz des Datums noch bedarf es einer Klärung des offensichtlich widersprüchlichen Vortrags der Antragsteller.

Die Kritik des Antragstellers 25) an vermeintlich fehlenden Angaben zur „Stetigkeit der Planungsprämissen“ (Bl. 184 d.A.) ist nicht nachvollziehbar, denn der Antragsteller spezifiziert nicht, um welche – im Bewertungsgutachten und Prüfungsbericht ausführlich dargelegten – Planzahlen es konkret geht, zu denen er zusätzliche „Angaben zur Stetigkeit“ wünscht oder vermisst. Unternehmerische Planzahlen etwa zu Umsätzen in bestimmten Planungsperioden müssen im Übrigen keineswegs „stetig“ verlaufen, also über eine relativ lange Zeit gleichmäßig oder kontinuierlich sein, um realistisch zu sein. Eine „Bottom-Up“-Planung resultiert u.a. aus dem Erfahrungsschatz und dem Wissen der Mitarbeiter in den einzelnen Unternehmensbereichen. Sie folgt selten in Bezug auf einzelne Planzahlen und jedenfalls nicht zur Gänze festen mathematischen Formeln. Im Übrigen kann auf die Ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüfer verwiesen werden (ErgStN Bl. 849a d.A. Seite 8 ff. Tz. 24 ff.).

Die Antragstellerin 23) kritisiert, dass versäumt worden sei, die Planung (gemeint offenbar: diejenige von 2016) mit Angaben im Anhang zum Jahresabschluss 2015 „abzugleichen“ (Bl. 149 d.A.). An anderer Stelle nimmt sie auf den Geschäftsbericht der Antragsgegnerin (sic!) für 2016 und dort angegebene Umsatzprognosen für 2020/2021 Bezug (Bl. 152 d.A.). Die Kritik ist unbegründet.

Erstens bestand schon kein unmittelbarer Anlass, einen solchen „Abgleich“ der der Bewertung zugrunde liegenden Planungsrechnung der Gesellschaft mit Einschätzungen der Antragsgegnerin vorzunehmen. Für die Bewertung maßgeblich sind die Planzahlen des zu bewertenden Unternehmens. Das betrifft die thematisierten Angaben im Jahresabschluss der Antragsgegnerin sowohl von 2015 als auch von 2016. Die Bewertung der Gesellschaft nach der Ertragswertmethode – wie im Bewertungsgutachten dokumentiert – beruhte bezogen auf den Detailplanungszeitraum zu Recht auf der am 24. November 2016 verabschiedeten Planungsrechnung der Gesellschaft selbst. Überzeugend hat Wirtschaftsprüfer für die sachverständige Prüferin darauf hingewiesen, dass es nicht zum Kern der Prüfungstätigkeit gehörte, das Zahlenwerk der zu überprüfen (Bl. 1043 d.A.).

Vermutlich knüpft die Kritik an den von der (nicht: von der Gesellschaft) jährlich durchgeführten Goodwill-Impairment-Test nach IFRS an. Von wem die Prognosen oder Planzahlen für diesen Impairment-Test stammen, ob es sich um von der zu bewertenden Gesellschaft stammende Zahlen oder um eigene Schätzungen der Antragsgegnerin handelte, und wie detailliert und fundiert diese Prognosen waren, ist nicht bekannt. Bezogen auf die Angaben im Geschäftsbericht der Antragsgegnerin von 2016 (der erst nach dem Bewertungsstichtag vorgelegen haben dürfte), ist die dort herangezogene Planungsrechnung nach den Ausführungen der sachverständigen Prüferin nicht vollständig dargestellt und enthält lediglich auszugsweise Angaben zu einzelnen Daten oder Planungsparametern (ErgStN Bl. 849a Seite 50 Tz. 172). Ein Vergleich der der Bewertung zugrunde gelegten Planungsrechnung der Gesellschaft mit einzelnen Planungsparametern einer anderen Planung oder Prognose wäre, wie von der sachverständigen Prüferin erklärt, ohnehin nicht sachgerecht, zumal offenkundig etwa bei der nachhaltigen Wachstumsrate abweichende Prämissen getroffen wurden (ErgStN Bl. 849a Seite 51 Tz. 75).

Bei der Anhörung am 31. Mai 2022 (§ 8 Abs. 2 SpruchG) hat Wirtschaftsprüfer für die sachverständige Prüferin nochmals verdeutlicht, dass man aus den Ausführungen im Konzernabschluss der bezüglich des Impairment-Tests zwar einzelne Bewertungsparameter ablesen könne, wie etwa die dort veranschlagten Umsatzwachstumsraten oder das EBIT. Schon bei der Identifizierung der „Cash Generating Units“, von dem der Konzernabschluss ausgehe, bestünden Unklarheiten. Man wisse auch nicht, welchen Planungsstand man beim Impairment-Test berücksichtigt hat. Außerdem seien die

Planannahmen teils andere als die bei der Bewertung zugrunde gelegten, etwa in Bezug auf das nachhaltige Wachstum, aber auch die Kapitalkosten (Bl. 1042 f. d.A.).

Wirtschaftsprüfer < hat außerdem darauf hingewiesen, dass ein Impairment-Test (auf der Ebene der Muttergesellschaft durchgeführt) einen anderen Zweck hat: Dort geht es um den Werthaltigkeitsnachweis in Bezug auf die (aktivierten) Beteiligungen der Muttergesellschaft. Die Annahmen in Bezug auf die Beteiligung an der primion Technology AG müssten bei einem solchen Impairment-Test stimmig zu den für die übrigen „Cash Generating Units“ getroffenen Annahmen sein, etwa wenn es um die ewige Rente geht. Wirtschaftsprüfer 1 hat darauf hingewiesen, dass bei Impairment-Tests üblicherweise hohe Marktrisikoprämien angesetzt werden, die deutlich über dem liegen, was man bei der Bewertung der Gesellschaft im vorliegenden Fall angesetzt habe. Nicht nur der Nenner, sondern auch die Werte im Zähler seien letztlich nicht miteinander vergleichbar (Bl. 1043 d.A.).

Zweitens lag dem Impairment-Test, auf den der Geschäftsbericht der Antragsgegnerin von 2015 hinweisen soll, nach den Ausführungen im Geschäftsbericht der . 2015 der fünfjährige Planungszeitraum von 2016 bis 2020 ausgehend von den Ist-Zahlen 2015 zugrunde, und damit ein abweichender, älterer Stand der jeweils aktuellsten Ist-Zahlen sowie ein abweichender älterer Planungsstand, als bei der Unternehmensbewertung zum hier relevanten Bewertungsstichtag im Jahr 2017. Hierauf weist die sachverständige Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme überzeugend hin (ErgStN Bl. 849a Seite 11 Tz. 39). Man kann auch nicht die Parameter zweier unterschiedlicher Planungsstände miteinander kombinieren (ErgStN Bl. 849a Seite 12 Tz. 42), wie es die Antragstellerin 23) offenbar bezüglich der Umsatzplanung für 2020 versucht. Aus Sicht der Kammer wäre es inkonsistent und unzulässig, beispielsweise das prozentuale Umsatzwachstum, das sich rechnerisch aus den zu einem bestimmten Zeitpunkt herangezogenen Zahlen eines Impairment-Tests auf der Ebene der Muttergesellschaft ergibt, auf die Planungsrechnung des zu bewertenden Unternehmens zu einem ganz anderen Zeitpunkt zu „übertragen“ oder auf den Planumsatz des ersten Detailplanungsjahres der Planungsrechnung anzuwenden, um zum fiktiven Planumsatz für das zweite Planjahr zu kommen. Eine „Fortschreibung“ ohne Rücksicht auf die absolute Höhe der eigentlichen Planzahlen und ohne Rücksicht auf die Genese der Planzahlen für die weiteren Planjahre des Detailplanungszeitraums („Bottom-Up-Planung“) wäre erst Recht kaum aussagekräftig und deshalb auch nicht geeignet, die Plausibilität der Planungsrechnung des zu bewertenden Unternehmens in Frage zu stellen.

Drittens wird der Versuch der Antragstellerin 23), selektiv mit den veralteten Zahlen aus einem Impairment-Test zu operieren und damit die Planung in Zweifel ziehen zu wollen, vollends ad absurdum geführt, wenn man methodisch konsequent die operativen Ergebnisse und nicht nur die Umsätze entsprechend „hochrechnet“. Denn dabei zeigt sich, wie von der sachverständigen Prüferin sorgfältig analysiert und in der Ergänzenden Stellungnahme transparent dargestellt, dass

die operativen Ergebnisse (EBIT) in der dem Squeeze Out zugrunde liegenden Unternehmensplanung durchgehend über (!) den entsprechenden Planwerten aus dem Impairment-Test zum 31. Dezember 2015 liegen (ErgStN Bl. 849a Seite 14 Tz. 46).

Viertens: Soweit es um den von der Antragsgegnerin durchgeführten Impairment-Test zum 31. Dezember 2016 geht, nennt die Antragstellerin schon keine tatsächlichen Anhaltspunkte dafür, dass die zugrunde liegenden Prognosen und Ergebnisse bereits am Bewertungsstichtag vorgelegen hätten.

Fünftens: Wirtschaftsprüfer hat für die sachverständige Prüferin ausgeführt, dass sich bei einem Versuch der Überführung einzelner Parameter aus dem Impairment-Test keine Unvereinbarkeit mit den der Stichtagsbewertung zugrunde gelegten Zahlen ergeben habe (Bl. 1043 d.A.).

Die Informationen zu verschiedenen Impairment-Tests auf der Ebene der lassen im Ergebnis keine Rückschlüsse auf eine fehlende Plausibilität der Planzahlen der hier zu bewertenden Gesellschaft zu. Die Aussagekraft eines zu einem früheren Zeitpunkt auf der Ebene der Muttergesellschaft durchgeführten Impairment-Tests (der zu einem anderen Zweck, nämlich zwecks Werthaltigkeitsnachweis der aktivierten Beteiligungen vorgenommen wurde) ist aus Sicht der Kammer fraglich, wenn es um die Plausibilisierung neuerer Planzahlen des zu bewertenden Unternehmens selbst geht. Hier bestand auch kein Grund für eine vertiefte Prüfung durch die sachverständige Prüferin oder für weitere Ermittlungen des Gerichts.

b. Bewertungstechnische Umgliederungen durch die Bewertungsgutachterin

Die Antragstellerin 19) behauptet, die Bewertungsgutachterin habe nicht transparente, umfassende Anpassungen und Bereinigungen der konzerninternen Planungsrechnungen vorgenommen, die von der Gesellschaft nicht bestätigt worden seien und die nicht Gegenstand der nach wie vor gültigen internen Planungen seien (Bl. 120 d.A.).

Im Ausgangspunkt richtig ist, dass eigenmächtige Eingriffe des Bewertungsgutachters oder gar des Gerichts in die Planzahlen des zu bewertenden Unternehmens bedenklich sind. Grundlage für die zur Unternehmensbewertung nach dem Ertragswertverfahren erforderliche Prognose der künftigen Erträge (IDW S 1, Tz. 25) sind unternehmensbezogene Informationen, insbesondere die internen Planungsdaten der Gesellschaft (IDW S 1, Tz. 70 ff.; vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 124, juris). Einerseits soll der von dem Unternehmen beauftragte Bewerter seiner Bewertung nicht eine seiner Einschätzung nach unplausible Unternehmensplanung zu Grund legen, da dann der von ihm ermittelte Ertragswert nicht sachgerecht wäre und einem Abfindungsangebot nicht zu Grunde gelegt werden könnte. Eine punktuell nicht plausible Planung kann auch keine Schätzgrundlage zur Ermittlung der

Abfindung sein (OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 121, 129, juris). Andererseits gehört zu den originären Aufgaben der Geschäftsführung eines Unternehmens, zu planen. Es gilt der „Vorrang der unternehmenseigenen Planung“. Wenn die Geschäftsführung „vernünftigerweise annehmen“ darf, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Gerichts ersetzt werden (OLG Stuttgart, Beschluss vom 26. Oktober 2006 – 20 W 14/05 –, Rn. 28, juris).

Hieraus und aus dem an die unternehmerische Planung anzulegenden Prüfungsmaßstab (dazu bereits oben I. 3. c. und II. 1.) ergibt sich, dass der Bewertungsgutachter die Unternehmensplanung auf Plausibilität zu prüfen und die maßgebenden Entscheidungsträger – regelmäßig den Vorstand – auf etwaige Mängel der unternehmerischen Planung hinzuweisen hat. Es ist dann die Entscheidung des Vorstands, ob er seine Planung auf den Hinweis des Bewertungsgutachters anpasst bzw. korrigiert. Kommt es dazu, ist fortan die korrigierte, nicht mehr die überholte ursprüngliche Planung als solche der Gesellschaft anzusehen und allein von ihr im weiteren Fortgang, auch im Spruchverfahren, auszugehen. Eigenmächtige Änderungen einer nicht unplausiblen Planung darf der Bewertungsgutachter hingegen nicht vornehmen, wenn sich der Vorstand diese Änderungen auch nach Hinweis gerade nicht zu eigen macht. Solche Änderungen können grundsätzlich nicht Grundlage der Bewertung bei aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen sein (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 162, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 129, juris; Steinle/Liebert/Katzenstein, in MünchHdB GesR Band 7 5. Aufl. 2016, § 34 Rn. 122 ff., 126).

Ein eigenmächtiger Eingriff der Bewertungsgutachterin in an sich plausible Planzahlen des Vorstands der zu bewertenden Gesellschaft liegt indes hier nicht vor.

Was die im Bewertungsgutachten aufgeschlüsselte und deshalb gerade nicht intransparente Bereinigung der Ertragslage in der Vergangenheit (bezogen auf die Jahre 2014 bis 2016) betrifft (BewGA Seite 39 Tz. 111), handelt es sich schon nicht um einen Eingriff in Planzahlen, sondern um die rechnerische Bereinigung bereits realisierter Ist-Zahlen mit dem Ziel der besseren Vergleichbarkeit und der Glättung einmaliger Sondereffekte (PB Seite 42 Tz. 157), insbesondere zur besseren Überprüfung der unternehmenseigenen Planzahlen für die Zukunft auf Plausibilität und zur Festlegung nachhaltiger Zahlen für die „ewige Rente“.

Die einzige bis zum EBIT vorgenommene Bereinigung der für die Bewertung unmittelbar relevanten Planzahlen des Detailplanungszeitraums 2017 bis 2019 betrifft eine bewertungstechnische Umgliederung der Avalprovisionen und ähnlichen Aufwendungen aus dem Finanzergebnis in den operativen Aufwand (PB Seite 61 Tz. 220; ErgStN Bl. 849a Seite 10 Rn. 33 ff.). Auch diese die Planzahlen betreffende bewertungstechnische Umgliederung ist nicht zu beanstanden. Denn sie änderte letztlich nichts an den im Rahmen des „Bottom-Up“-Planungsprozesses gewonnenen Planzahlen, die sich gerade nicht auf „den operativen Aufwand“

oder „das Finanzergebnis“ als eine Art Sammelposition bezogen, sondern nur die Darstellung und rechnerische Zuordnung verschiedener Planwerte zu einzelnen Positionen der Planungsrechnung. Die Bewertungsgutachterin hat Aufwendungen für Avalprovisionen und ähnliche Aufwendungen in Höhe von rund 120 TEUR im Planjahr 2017 und von rund 70 TEUR p.a. ab 2018 (auch in der ewigen Rente) bewertungstechnisch als operative Aufwendungen betrachtet und deshalb „umgegliedert“ (BewGA Seite 55 Tz. 151). Die Änderung führte zu einer rechnerisch nachvollziehbaren und nachvollzogenen Erhöhung des Plan-Finanzergebnisses und zu einem entsprechend geringeren EBITDA wie auch EBIT (vgl. BewGA Seite 57 Tz. 157 und Seite 58 Tz. 158). Beispielsweise sank das Plan-EBITDA 2017 auf 7.811 TEUR.

Diese Bereinigung ist im Bewertungsgutachten offengelegt. Die Umgliederung führte nicht zu unmittelbaren Veränderungen der Nettoausschüttungen. Die Höhe der umgegliederten Positionen ist angegeben (BewGA Seite 55 Tz. 151, Seite 57 Tz. 157). Im Rahmen des integrierten Bewertungsmodells wurde die Umgliederung der Avalprovisionen im Finanzergebnis zutreffend aufwandsmindernd berücksichtigt, wie von der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme bestätigt (ErgStN Bl. 849a Seite 10 Tz. 35).

Anlass der Umgliederung war nicht etwa fehlende Plausibilität der Planung, sondern der nicht zu beanstandende Ansatz, dass bestimmte Aufwendungen, die in der unternehmensinternen Planungs- und Konzernrechnungslegung dem Finanzergebnis zugeordnet wurden, eher dem operativen Ergebnis zuzurechnen sind, wenn es um die Margenbetrachtung (EBITDA) geht (vgl. BewGA Seite 55 Tz. 151). Denn die zu zahlenden Avalprovisionen waren ein operativer Bestandteil des Geschäftsmodells (Bl. 829, 830 d.A.). Die bewertungstechnische Umgliederung verbessert die Vergleichbarkeit der Planergebnisse. Ein materieller Eingriff der Bewerter in die Planzahlen des Vorstands, der zu veränderten Jahresergebnissen für die Planjahre geführt hätte, war damit gerade nicht verbunden.

Die bewertungstechnische Umgliederung wirkte sich nicht auf die bei der Barwertermittlung entscheidende Höhe der Nettoausschüttungen aus (BewGA Seite 55 Tz. 151) und ist nach dem Votum der sachverständigen Prüferin, an dem diese auch in der Ergänzenden Stellungnahme festgehalten haben, nicht zu beanstanden (PB Seite 61 f. Tz. 220, 226; ErgStN Bl. 849a Seite 53 Tz. 179). Die Kammer schließt sich diesem überzeugend begründeten Votum an.

Die weitere bewertungstechnische Anpassung der Bewertungsgutachterin betrifft den Ertragsteueraufwand, der in der Planung der operativen Gesellschaften vereinfacht kalkuliert worden war. Die Anpassung zur Berücksichtigung steuerlicher Verlustvorträge ist in der Bewertungspraxis üblich, wie zahlreiche von der Kammer bereits entschiedene Spruchverfahren zeigen, wurde von der sachverständigen Prüferin nachvollzogen und ist nicht zu beanstanden (PB Seite 61 Tz. 220 ff., 223, 226). Derartige punktuelle Anpassungen sind ohnedies zulässig, wenn und soweit man eine Planung als teilweise nicht plausibel ansieht, die zum Nachteil der

abzufindenden Minderheitsaktionäre Potentiale aus der Nutzung steuerlicher Verlustvorträge außer Betracht ließe (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12 –, Rn. 121, juris).

c. Aktualisierte Planungsrechnung zum Bewertungsstichtag

Am Bewertungsstichtag ging man bis zum (bereinigten) EBITDA von folgenden Zahlen aus, die auf Bitten des Gerichts im Schriftsatz vom 30. Oktober 2020 präsentiert wurden (Bl. 816 f. d.A.):

Konzern-GuV primion Technology AG gemäß Stichtagserklärung						
	2015	2016	2017 Plan (laut Stichtags- erklärung)	2018	2019	ab 2020
in Tsd. EUR	Ist	Ist		Plan	Plan	e.R.
Gesamtleistung	52.109	52.382	58.068	59.956	61.275	59.766
Sonstige betriebliche Erträge	1.201	2.026	1.733	1.015	1.027	
Materialaufwand	(13.877)	(12.525)	(14.751)	(15.214)	(15.518)	
Personalaufwand	(23.632)	(24.212)	(27.477)	(27.318)	(27.815)	
Sonstige betriebliche Aufwendungen	(9.316)	(9.679)	(10.408)	(10.166)	(10.086)	
EBITDA	6.467	7.991	7.164	8.275	8.883	8.128
Bereinigungen*	506	126				
EBITDA bereinigt	6.973	8.117	7.164	8.275	8.883	8.128
Avalprovisionen u.ä.	(175)	(155)	(120)	(70)	(70)	
EBITDA bereinigt inkl. Avalprovisionen	6.798	7.962	7.045	8.205	8.814	8.128

Der Abgleich der hier genannten Zahlen mit dem originären Planungsstand laut Bewertungsgutachten (unter a. abgedruckt) zeigt: Weder bei der Gesamtleistung noch bei den sonstigen betrieblichen Erträgen, dem Materialaufwand oder dem Personalaufwand wurden Änderungen vorgenommen. Lediglich bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen gab es eine auf das Planjahr 2017 beschränkte Änderung, auf die im Zusammenhang mit dieser Position noch zurückzukommen sein wird.

Die weiteren zum Bewertungsstichtag aktualisierten Planzahlen ab dem EBITDA ergeben sich dann aus der Stichtagserklärung der Bewertungsgutachterin vom 17. Februar 2017 (Anl. AG 6). Nach von der Bewertungsgutachterin durchgeführter bewertungstechnischer Umgliederung der Avalprovision und ähnlichen Aufwendungen wurde eine „aktualisierte modifizierte Planungsrechnung für den Detailplanungszeitraum und die ewige Rente“ zugrunde gelegt, die beginnend mit dem EBITDA in der Stichtagserklärung offengelegt wurde und die zu folgenden Plan-Ergebnissen gelangt (Anl. AG 6 Seite 3):

in Tsd. EUR	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	ab 2020 e.R.
EBITDA	7.045	8.205	8.814	8.128
Abschreibungen / Reinvestitionsrate (ab 2020)	(2.104)	(2.246)	(2.288)	(2.274)
EBIT	4.940	5.959	6.526	5.854
Zinsergebnis	(47)	(24)	(7)	2
EBT	4.894	5.935	6.519	5.856
Unternehmenssteuern	(1.574)	(1.678)	(1.935)	(1.739)
Ergebnis nach Unternehmenssteuern	3.320	4.258	4.584	4.117
Ergebnisbeitrag aus Erhalt der Verschuldungsquote				(4)
Nachhaltiger Investitionsbedarf Nettoumlaufvermögen				(59)
Ausschüttungsfähiges Ergebnis	3.320	4.258	4.584	4.055
Thesaurierung	(1.660)	(2.129)	(2.292)	(2.027)
Ausschüttung	1.660	2.129	2.292	2.027
Persönliche Ertragsteuern	(438)	(561)	(605)	(535)
Ausschüttung (nach pers. Est)	1.222	1.567	1.688	1.493
Fiktive Zurechnung von Thesaurierung	830	1.064	1.146	2.027
Persönliche Ertragsteuer auf fiktive Zurechnung	(109)	(140)	(151)	(267)
Zu diskontierende Nettoausschüttung	1.942	2.491	2.682	3.253

Quelle: primion Technology AG, PwC Analyse

Vergleicht man diese Zahlen mit den im Bewertungsgutachten vom Dezember 2016 abgedruckten ursprünglichen Planzahlen nach bewertungstechnischer Umgliederung (BewGA Seite 57 Tz. 157), so ergibt sich: Die in der aktualisierten Planungsrechnung veranschlagten Planwerte für das EBITDA, für die Abschreibungen bzw. Reinvestitionsrate und für das EBIT in den Planjahren 2018 und 2019 wie auch in der ewigen Rente blieben gegenüber der originären Planungsrechnung vom November 2016 unverändert. Veränderungen gab es lediglich für das Planjahr 2017 beim EBITDA, für das statt 7.811 TEUR nun nur noch 7.045 TEUR angesetzt wurden (Anl. AG 6 Seite 3). Die Verringerung des Plan-EBIT 2017 auf 4.940 TEUR statt 5.707 TEUR erklärt sich mit dem geringeren Ausgangswert für das Plan-EBITDA 2017.

Den Gründen für das im Vergleich zu den Planzahlen vom Dezember 2016 geringere Plan-EBITDA für 2017 ist das Gericht auf der Grundlage des Beschlusses vom 25. Mai 2020 durch Einholung von Auskünften bei der Antragsgegnerin (Bl. 720 d.A., dort Ziff. 4. a.) und Fragen an die sachverständige Prüferin (insbesondere Bl. 733 d.A., dort Ziff. 20.) nachgegangen. Hierauf kommt die Kammer bei den jeweiligen Detailspekten zu den Planzahlen noch zurück.

Die Modifikation der Ausgangswerte für 2016 steht im Zusammenhang mit den am Bewertungsstichtag bereits bekannten, wenn auch noch nicht testierten Ist-Zahlen des Jahres 2016, die bei Erstattung des Bewertungsgutachtens noch nicht vorgelegen hatten und auch nicht vorliegen konnten. Die sachverständige Prüferin hat bestätigt, dass man für 2016 bei den Stichtagserklärungen von den seitens der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 30. Oktober 2020 dargestellten Zahlen ausging und nicht mehr von denen der noch für das Bewertungsgutachten herangezogenen Hochrechnung. Die gegenüber der Hochrechnung aktuelleren Zahlen für 2016 entsprechen den später testierten (Bl. 803 d.A.; ErgStN Bl. 849a Seite 10 Tz. 32). Die Aktualisierung der Planungsrechnung zum Bewertungsstichtag und die gleichzeitige

Heranziehung faktisch der Ist-Zahlen von 2016 sind in sich stimmig. Im Übrigen führte das im Vergleich zur Hochrechnung höhere, am Bewertungsstichtag bekannte Periodenergebnis zum 31. Dezember 2016 zu einem um 717 TEUR höheren bilanziellen Eigenkapital in der als Aufsatzpunkt herangezogenen Konzernbilanz, worauf die sachverständige Prüferin in ihrer Ergänzenden Stellungnahme hinweist (ErgStN Bl. 849a Seite 10 Tz. 32).

Die sachverständige Prüferin hat in der Ergänzenden Stellungnahme bestätigt, dass sie die Anpassung der Planungsrechnung für das Jahr 2017 nachvollzogen habe und diese dem Grunde nach für zwingend erforderlich halte (ErgStN Bl. 849a Seite 40 Tz. 140). Die Kammer schließt sich diesem Votum an. Auf die Einzelheiten geht die Kammer nachfolgend bei den einzelnen Positionen der Planungsrechnung noch ein, soweit relevant.

4. Plausibilität der Planzahlen für die Detailplanungsphase 2017 bis 2019

Wie bereits ausgeführt (oben 1.), unterliegen die Zahlen der unternehmenseigenen Planung für die Jahre 2017 bis 2019 nur einer eingeschränkten gerichtlichen Überprüfung auf Plausibilität.

a. Prüfung anhand von Vergangenheitszahlen und Branchenvergleich

aa. Vergangenheitsanalyse

Sowohl die Bewertungsgutachterin (BewGA Seite 33 ff., 38 ff.) als auch die sachverständige Prüferin (PB Seite 37 ff., 50 ff.) haben eine aus Sicht der Kammer hinreichende Vergangenheitsanalyse zur Überprüfung der Planungstreue und Plausibilisierung vorgenommen und einzelne Zahlen der Vergangenheit im Interesse der besseren Vergleichbarkeit konform mit den Regeln des IDW bereinigt (IDW S1 i.d.F. 2008, Rz. 73; dazu Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl. Rn. 447; Franken/Schulte, in Fleischer/Hüttemann/Adolff, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung 2014, § 5 Rn. 98 ff.).

Bei der aktualisierten Prüfung der Angemessenheit der Abfindung am Bewertungsstichtag wurden in Bezug auf die Vergangenheitsanalyse zu Recht die zum Bewertungsstichtag verfügbaren hochgerechneten Ist-Zahlen 2016 berücksichtigt. Die Bewertung im Dezember 2016 hatte bezogen auf das Geschäftsjahr 2016 noch auf Zahlen einer Hochrechnung 2016 der Gesellschaft beruht. Zwar lagen die seitens der Kammer von Amts wegen eingesehenen, im Unternehmensregister veröffentlichten, frei zugänglichen Abschlüsse (Jahresabschluss und Konzernabschluss zum 31. Dezember 2016) am Bewertungsstichtag noch nicht vor. Sie tragen das Erstellungsdatum 24. April 2017 und wurden am 25. April 2017 vom Abschlussprüfer testiert (www.unternehmensregister.de; Hinweis der Kammer: Bl. 719 d.A.). Am Bewertungsstichtag lagen aber hochgerechnete „vorläufige Ist-Zahlen“ vor, die sich später bis zur Veröffentlichung des Konzernabschlusses nicht mehr änderten. Das ergibt sich aus den Stichtagserklärungen der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin (Anl. AG 6 Seite 2 und AG 7) und

wurde sowohl von der Antragsgegnerin als auch von der sachverständigen Prüferin bestätigt (Schriftsatz Antragsgegnerin vom 30. Oktober 2020, Seite 4, Bl. 803 d.A.; ErgStN Bl. 849a Seite 10 Tz. 32).

bb. Branchenvergleich

Ohne fundierte Kenntnisse des spezifischen Marktes, in dem ein Unternehmen tätig ist, kann eine Unternehmensplanung in der Regel weder verifiziert noch modelliert werden (vgl. das Zitat von Habbel/Krause/Ollmann bei Wollny, a.a.O. Seite 262). Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin sind auf den für die Bewertung der Gesellschaft relevanten Markt und auf die Positionierung der Gesellschaft in diesem Markt eingegangen, die sachverständige Prüferin darüber hinaus auch auf die branchenspezifischen Rahmenbedingungen (BewGA Seite 23 ff.; PB Seite 27 ff.). Das bedeutet indes nicht, dass die Planungsrechnung nur dann plausibel gewesen wäre, wenn sie etwa in Bezug auf geplante Umsatzzuwächse den Marktprognosen folgen würde. Vielmehr können unternehmensinterne Prognosen und Planungen besser oder schlechter als die allgemeine Erwartung der Branche liegen, was hier in Bezug auf einzelne Aspekte auch der Fall war, ohne dass dies Rückschlüsse auf eine unrealistische Planung zuließe.

b. Synergien aus dem Verbund mit der Antragsgegnerin

Im Ergebnis ohne Erfolg bleiben die Rügen zur angeblichen Nichtberücksichtigung von Synergieeffekten.

So beanstandet die Antragstellerin 18), dass Verbundeffekte aus dem beherrschenden Einfluss der selbst auf dem Markt der Sicherheitstechnik tätigen Antragsgegnerin unberücksichtigt geblieben seien. Es müsse geprüft werden, ob unechte Verbundeffekte entstehen, die bei der Bewertung in jedem Fall berücksichtigt werden müssten (Bl. 64 d.A.). In Reaktion auf die Ergänzende Stellungnahme der sachverständigen Prüferin, die u.a. die Frage nach Synergieeffekten zum Gegenstand hatte, bemängelt die Antragstellerin erneut, dass „etwaige Verbundeffekte“ unberücksichtigt geblieben seien (Bl. 872 d.A.). Auch andere Beteiligte wie etwa der Antragsteller 26) und 30) sprechen das Thema „Synergieeffekte“ an und fordern Nachforschungen (Bl. 203, 244 d.A.).

Die Gesellschaft musste auf „stand alone-Basis“ für die Zwecke der Abfindungsbestimmung nach § 327a AktG so bewertet werden, wie sie ohne die Übertragung der Aktien auf den Hauptaktionär stünde (OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 169, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11 –, Rn. 146, juris). Es durften nur solche Synergien oder Verbundeffekte Berücksichtigung finden, die auch ohne die geplante Strukturmaßnahme durch Geschäfte mit anderen Unternehmen hätten realisiert werden können. Der Anspruch auf angemessene Abfindung gewährt kein Recht auf die Beteiligung an Vorteilen, die sich (für den

früheren Haupt- und dann Alleinaktionär oder für die Gesellschaft) ohne den „Squeeze Out“ gar nicht ergeben hätten (vgl. zur entsprechenden Situation beim Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Februar 2000 – 4 W 15/98 –, Rn. 23, juris; vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 94, juris m.w.N.). Hinzu kommt, dass nach dem IDW S1-Standard i.d.F. 2008 (Abschnitt 4.4.2, Tz. 32 ff.) unechte Synergieeffekte, d.h. solche, die sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen, nur zu berücksichtigen sind, wenn und insoweit die Synergie stiftenden Maßnahmen bereits eingeleitet oder im Unternehmenskonzept dokumentiert sind (zur Abgrenzung zu nicht bewertungsrelevanten echten Synergieeffekten IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 33 f.; BGH, Beschluss vom 04. März 1998 – II ZB 5/97 –, BGHZ 138, 136-142, Rn. 11; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 169, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 28. März 2014 – 21 W 15/11 –, Rn. 146, juris; LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16, Rn. 102, juris; LG Stuttgart, Beschluss vom 17. September 2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG –, Rn. 354 ff., juris).

Im Bewertungsgutachten wird ausgeführt, dass bei der Bewertung keine unechte Synergien identifiziert werden konnten, also solche, die sich ohne Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme (hier: die Übertragung der restlichen außenstehenden Aktien auf die Mehrheitsaktionärin) realisieren lassen (BewGA Seite 45, Tz. 117).

Der Vortrag der Antragsteller zu diesem Punkt überzeugt nicht. Denn beispielsweise die Antragstellerin 18) trägt selbst vor, dass die Gesellschaft seit Ende 2008 faktisch von der Antragsgegnerin beherrscht wurde (Bl. 63 d.A.). Nach dem Vollzug eines öffentlichen Übernahmeangebots vom 20. Oktober 2008 hielt die damalige Mehrheits- und nun Alleinaktionärin bereits über 77% des Grundkapitals und der Stimmrechte. Sie erwarb in der Folgezeit, auch im Rahmen eines zweiten, am 17. Juni 2013 veröffentlichten freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebots, weitere Anteile hinzu (vgl. Übertragungsbericht Seite 13). Zwischen der Übernahme der Aktienmehrheit und der Erstellung der Planungsrechnung liegt ein Zeitraum von mehr als sieben Jahren. Die Kammer geht – wie die sachverständige Prüferin – davon aus, dass auch etwaige echte Synergien in der Zwischenzeit längst realisiert wurden und sich sowohl in den Ist-Zahlen als auch in den Planzahlen widerspiegeln (ErgStN Bl. 849a Seite 5 Tz. 15).

Die Antragstellerin 18) nennt keine konkreten, einer Beweisaufnahme oder weiteren gerichtlichen Sachverhaltsermittlungen zugänglichen Anhaltspunkte dafür, dass vor dem Bewertungsstichtag versäumt wurde, weitere Synergien zu heben, die bereits aufgrund der faktischen Beherrschung und gegebenenfalls aufgrund des wechselseitigen Leistungsaustauschs – unabhängig vom vollständigen Erwerb aller Aktien – hätten realisiert werden können, die aber (noch) nicht gehoben worden sein könnten. Es gibt auch keine konkreten Anhaltspunkte für am Bewertungsstichtag

bereits im Unternehmenskonzept angelegte, aber noch nicht realisierte und in den Planzahlen für die Zukunft nicht eingeflossene Synergien. Der Vortrag der Antragsgegnerin, dass vorhandene Synergien seit dem Mehrheitserwerb von 2008 bereits gehoben oder in der Planung berücksichtigt waren, ist schlüssig (Bl. 518 d.A.).

Aus dem Vortrag der Antragstellerin 18) geht nicht hervor, warum die tatsächliche Planung in Bezug auf Synergien unvertretbar oder besser: unrealistisch sein soll (vgl. KG Berlin, Beschluss vom 26. Juli 2012 – 2 W 44/12 SpruchG, Rn. 21, 23 juris). Die Antragstellerin 18) wirft den sachverständigen Prüfern vor, keine (weiteren) Analysen zu dem Thema vorgenommen zu haben (Bl. 873 d.A.), teilt aber nicht mit, welche das konkret sein sollten. Die Tatsache, dass die Antragstellerin selbst auch nur von „etwaigen Verbundeffekten“ spricht, deren Nichtberücksichtigung sie behauptet (Bl. 872 d.A.), spricht dafür, dass ihr Vortrag in tatsächlicher Hinsicht rein spekulativ ist.

Im Spruchverfahren ist nur den von den Antragstellern (hinreichend) konkret erhobenen Bewertungsfragen nachzugehen. Der von ihnen vorgetragene Tatsachenstoff begrenzt das gerichtliche Prüfprogramm (Steinle/Liebert/Katzenstein, in MünchHdb GesR Band 7 5. Aufl. 2016 § 34 Rn. 24 ff.; LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 259, juris).

Die sachverständige Prüferin hat zu der Bewertungsfrage der Antragstellerin 18) in Bezug auf Synergieeffekte hinreichend Stellung genommen und ihre Prüfungshandlungen in der Ergänzenden Stellungnahme dargelegt (ErgStN Bl. 849a d.A. Seite 4 ff.). Sie hat u.a. darauf hingewiesen, dass die den Geschäftsbereich „Sicherheitssysteme und Zutrittskontrollen“ durch den primion-Teilkonzern betreibt, während die beiden anderen Geschäftsbereiche der (Zahlungstechnologien und Verkaufsautomaten) durch die selbst und deren weitere Tochtergesellschaften abgedeckt werde.

sei also entgegen den Ausführungen der Antragstellerin 18) nicht unmittelbar im Geschäftsbereich der primion-Gruppe tätig. Die Aufsichtsratsprotokolle der vergangenen drei Geschäftsjahre wurden eingesehen (ErgStN Bl. 849a Seite 5 Tz. 17).

Der Umstand, dass in der Angebotsunterlage zum freiwilligen öffentlichen Erwerbsangebot vom 14. Juni 2013 möglicherweise realisierbare Synergieeffekte im Hinblick auf Technologien der verschiedenen Geschäftsbereiche erwähnt sind, ist im historischen Kontext zu sehen: Es ging um den wirtschaftlichen Hintergrund und die unternehmerischen Erwägungen der bei der schrittweisen Akquisition der primion-Gruppe bei der Erweiterung ihrer eigenen Geschäftstätigkeit um den Geschäftsbereich „Sicherheitssysteme und Zugangskontrollsysteme“. Das Zitat der Antragstellerin 18) aus dem Übernahmeangebot von 2013 (Bl. 872 d.A.) spiegelt die damaligen Erwartungen an eine mögliche Annäherung der Technologien der Geschäftsbereiche „Sicherheitssysteme / Zutrittskontrollen“ und „Zahlungstechnologie“ bzw.

„Verkaufsautomaten“ wieder. Am hier relevanten Bewertungsstichtag, Jahre später, wären etwaige Synergien längst identifiziert und realisiert worden. Es widerspräche jeder ökonomischen Logik und jeder Lebenserfahrung, dass ein seit Jahren mit einer qualifizierten Mehrheit beteiligter Hauptaktionär etwaige weitere Synergiepotentiale, die auch ohne den Squeeze Out bereits hätten realisiert werden können, über Jahre bewusst ungenutzt lässt, um sie erst nach dem Squeeze Out zu „heben“. Wirtschaftsprüfer C hat bei der Anhörung am 31. Mai 2022 für die sachverständige Prüferin zum Ausdruck gebracht, dass es nach all der Zeit nicht logisch wäre, Projekte nicht voranzubringen, wenn es noch Synergiepotentiale gegeben hätte (Bl. 1046 d.A.). Die Kammer schließt sich bezüglich Synergieeffekten den Ausführungen der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme an (ErgStN Bl. 849a d.A. Seite 6f. Tz. 20 ff.).

Der Geschäftsführer der primion Technology, I hat auf Nachfrage im Termin am 31. Mai 2022 erklärt, dass I die „primion“ als getrennte Gesellschaft führe. Die Geschäftsmodelle seien komplett anders. Man sei nicht in den gleichen Märkten tätig, und auch in technologischer Hinsicht seien bislang keine Synergien entstanden. Die in der Angebotsunterlage zum Übernahmeangebot von 2013 angesprochenen Technologien seien bis heute nicht entstanden. Für die eigenen Aktivitäten von I brauche man dort einen eigenen, spezialisierten Vertrieb. Zudem spreche die „primion“ mit den Zutrittskontrollsystemen direkt die Endkunden an, während I seine Produkte (Verkaufsautomaten) über Händler vertreibe (Bl. 1044, 1046 d.A.). Soweit in der Angebotsunterlagen von technologischen Synergiepotentialen ausgegangen wurde, handelt es sich aus Sicht der Kammer um unternehmerische Hoffnungen, die sich später nicht realisiert haben, und um Argumente zur Begründung der damaligen Transaktion.

Nicht zu folgen ist der Auffassung der Antragstellerin 18), dass das Gericht im Spruchverfahren sämtliche auch nur theoretisch bzw. technologisch denkbaren „möglichen Verbundeffekte“ suchen und berücksichtigen müsse, selbst wenn es dazu noch keine Planungen im Unternehmen gibt (Bl. 874 d.A.). Berücksichtigt werden kann nach dem Stichtagsprinzip immer nur das, was bis dahin bereits realisiert oder zumindest „in der Wurzel angelegt“ war. Es kann daher nicht Aufgabe eines Gerichts im Spruchverfahren sein, sämtliche technologisch denkbaren „Schnittmengen“ zwischen den vom Hauptaktionär insgesamt betriebenen Geschäftsbereichen, etwaige technisch theoretisch denkbare „Annäherungsmöglichkeiten“ der in den verschiedenen Geschäftsbereichen angewandten Technologien sachverständig untersuchen zu lassen ungeachtet der Frage, ob Wege einer solchen „technologischen Annäherung“ in der Unternehmensgruppe zwischen den einzelnen Tochtergesellschaften bereits konkret erkannt wurden und von der zu bewertenden Gesellschaft bzw. dem Hauptaktionär bereits beschrritten werden oder nicht.

Nach alledem sieht die Kammer bezüglich „etwaiger Synergieeffekte“ keine Ansatzpunkte und auch keinen Anlass für weitere Ermittlungen.

c. Plausibilisierung der Planzahlen im Einzelnen

aa. Detailplanung der Umsatzerlöse / Gesamtleistung

Manche Antragsteller beanstanden die geplante Umsatzentwicklung in der Detailplanungsphase 2017 bis 2019 und verweisen dabei u.a. allgemein auf „Wachstums- und Expansionsmöglichkeiten“, auf ein aus ihrer Sicht zu erwartendes überproportionales Wachstum des Markts für elektronische Zutrittskontrollsysteme und auf die Inflationserwartung der EZB. Sie behaupten sogar, die Planzahlen bedeuteten bei einer Umsatzsteigerung von 4,4% eine „Stagnation“ der Umsatzentwicklung im „Hauptabsatzmarkt Deutschland“ (u.a. Antragsteller 1 bis 5, Bl. 4 d.A.). Letzteres suggeriert eine auf den „Hauptabsatzmarkt Deutschland“ bezogene „stagnierende Umsatzplanung“.

Diese Kritik ist unbegründet. Das ergibt sich sowohl aus der Art und Weise, wie die unternehmensinterne Umsatzplanung generiert wurde, als auch aus einer vergleichenden Analyse der Vergangenheitszahlen. Auch unter Berücksichtigung von Prognosen zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und speziell des Markts für elektronische Zutrittskontrollsysteme ist die Umsatzplanung nachvollziehbar und nicht unplausibel (dazu sogleich).

aaa. Überdurchschnittliche Zuwächse

Den Ausführungen der Antragsgegnerin und der sachverständigen Prüfer zufolge, beruhten das Budget 2017 und die Planungsrechnung für die Jahre 2018 und 2019 auf Zahlen der Planungsverantwortlichen der jeweiligen Region, wobei für das Budget 2017 auf Basis der spezifischen Einschätzung der Vertriebsverantwortlichen für die jeweiligen Kunden in der entsprechenden Region geplant wurde (Bl. 821 f. d.A.). Die primion-Gruppe war und ist nicht nur in Deutschland tätig. Es gab also entgegen des Eindrucks, den manche Antragsteller zu erwecken versuchen, schon keine auf den „Hauptabsatzmarkt Deutschland“ fokussierte „stagnierende Umsatzplanung“. Es handelt sich im Übrigen um eine in einem „Bottom-Up-Prozess“ erstellte Planung (ErgStN Bl. 849a Seite 15 Tz. 51). Anhaltspunkte für eine nicht sachgerechte oder unrealistische Umsatzplanung ergeben sich aus dieser üblichen Vorgehensweise nicht.

Zunächst ist festzuhalten, dass die „Bottom-Up“-Planung der Umsätze auf der Basis kundenspezifischer Projektplanungen (vgl. BewGA Seite 52 Tz. 140) gegenüber allgemeinen marktorientierten Wachstumsannahmen für eine realistische Sichtweise bei den Planzahlen spricht, weil bei dieser Vorgehensweise der Planungsverantwortlichen die generierten Planzahlen durch Erfahrung der Mitarbeiter und die Kenntnis spezifischer Kundenwünsche fundiert sind. Allgemeine marktorientierte Wachstumsannahmen der Antragsteller oder externer Experten etwa

bezogen auf den Markt der Zugangskontrollsysteme dienen insoweit richtigerweise nicht als vermeintlich bessere oder überlegenere Planungsgrundlagen, sondern lediglich der Planungsplausibilisierung. Keinesfalls sind sie geeignet, die tatsächlich getroffenen Planungsannahmen der „Bottom-Up“-Planung als Bewertungsgrundlage zu ersetzen.

Die in einem „Bottom-Up“-Prozess zustande gekommenen Planzahlen sind auch nicht etwa deshalb unrealistisch, weil sie in einzelnen Bereichen über, in anderen Bereichen unter den jeweiligen Markterwartungen liegen. Es liegt in der Natur der Sache, dass sich die Entwicklung eines Unternehmens mit seinen Stärken und Schwächen nicht nach allgemeinen Markterwartungen richtet, sondern u.a. von der unternehmensspezifischen Weiterentwicklung der Stärken durch Management und Mitarbeiter getrieben wird.

Wie die folgenden Berechnungen der Kammer zeigen, liegen die geplanten durchschnittlichen Zuwächse pro Jahr in den Planjahren 2017 bis 2019 (also insbesondere auch 2018 auf 2019) sowohl bei den Umsatzerlösen als auch bei der Gesamtleistung über dem Durchschnitt der Jahre 2014 bis 2016, und die in den Planzahlen enthaltene durchschnittliche Steigerung der Umsatzerlöse von 4,97% und der bereinigten Gesamtleistung von 4,69% übertrifft jeweils das Doppelte der Zahlen des Zeitraums 2014 bis 2016:

Konzernzahlen (bereinigt) in TEUR	2014 IST	2015 IST	2016 HR	Durchschnitt 2014 - 2016 (HR)	2016 IST	Durchschnitt 2014 - 2016 (IST)	2017 PLAN	2018 PLAN	2019 PLAN	Durchschnitt 2017 bis 2019 (PLAN)
Umsatzerlöse (IST lt. BewGA Seite 34 und PB Seite 43; PLAN lt. BewGA Seite 49, PB Seite 53); Antr.erw. Seite 59	50.266	50.828	51.895	50.996	50.730	50.608	56.687	58.579	59.947	58.404
Veränderung ggü. Vorjahr (2017: gegenüber 2016-HR)		1,12%	2,10%	1,61%			9,23%	3,34%	2,34%	4,97%
Veränderung ggü. Vorjahr (2017: gegenüber 2016-IST)		1,12%			-0,19%	0,46%	11,7%	3,34%	2,34%	5,81%
Gesamtleistung (IST lt. BewGA Seite 39)	51.021	52.091	53.462	52.191						
Gesamtleistung (IST lt. PB Seite 43; PLAN lt. BewGA Seite 49, PB Seite 53); Antr.erw. Seite 59	51.351	52.109	53.462	52.307	52.382	51.947	58.068	59.956	61.275	59.766
Veränderung ggü. Vorjahr (2017: gegenüber 2016-HR)		1,48%	2,60%	2,04%			8,62%	3,25%	2,20%	4,69%
Veränderung ggü. Vorjahr (2017: gegenüber 2016-IST)		1,48%			0,52%	1,00%	10,65%	3,25%	2,20%	5,44%

Bei der Beurteilung der Planzahlen auch mithilfe von Vergangenheitszahlen muss berücksichtigt werden, dass man bei der Bewertung im Dezember 2016 für das Geschäftsjahr 2016 noch von Zahlen einer Hochrechnung ausging („HR“), dass aber am Bewertungsstichtag 17. Februar 2017 bereits die hochgerechneten „vorläufigen“ Ist-Zahlen zum 31. Dezember 2016 vorlagen, die den späteren Zahlen des Konzernabschlusses entsprachen (Anl. AG 7; Bl. 803 d.A.).

Die zum Zeitpunkt der Stichtagserklärungen noch „vorläufig“ genannten Ist-Zahlen 2016 waren sowohl beim Umsatz als auch bei der Gesamtleistung schlechter als nach der in die Bewertung vom Dezember 2016 eingeflossenen Hochrechnung 2016. Das heißt: Die Planzahlen der Hochrechnung 2016 waren zu optimistisch.

Die Gesellschaft hatte 2016 gegenüber 2015 statt einer Umsatzsteigerung von etwa 1 Mio. EUR gegenüber dem Vorjahr (wie noch nach den Zahlen der Hochrechnung als Grundlage des Bewertungsgutachtens) tatsächlich einen Umsatzrückgang zu verzeichnen, und dies trotz der „Opertis-Transaktion“ (dazu sogleich). Der Ist-Umsatz 2016 belief sich nur auf 50.730 TEUR, was eine Unterschreitung des Budgets und eine Verfehlung der Hochrechnung um 2,2% bedeutete. Die Gesamtleistung 2016 lag mit 52.382 TEUR nur noch geringfügig über derjenigen des Vorjahrs (Bl. 535 d.A.). Die tatsächliche Entwicklung bis Ende 2016 war insoweit am Bewertungsstichtag nicht nur „in der Wurzel angelegt“, sondern bereits realisiert, bekannt bzw. ermittelbar und deshalb bei der Prüfung der Abfindung auf Angemessenheit zu berücksichtigen.

Sowohl die sich aus den Planzahlen 2017 bis 2019 durchschnittlich ergebenden Steigerungen von durchschnittlich 5,81% (auf Basis der Ist-Zahlen 2016 gerechnet) als auch das allein für die Jahre 2018 und 2019 geplante Umsatzwachstum mit über 2,8% liegt deutlich über der sich für die Jahre 2014 bis 2016 rechnerisch ergebenden durchschnittlichen tatsächlichen Umsatzsteigerung von nur 0,46%. Diese Tatsache sowie der Umsatzrückgang 2016 gegenüber 2015 und der Umstand, dass der Umsatz im Jahr 2016 sogar nur geringfügig höher lag als 2014, sprechen für das Vorliegen einer ambitionierten Planung.

bbb. Effekte aus dem Erwerb der Opertis GmbH

Der geplante Umsatzsprung von 2016 auf 2017 ist u.a. mit dem erwarteten organischen Wachstum und mit zusätzlichen Umsatzerlösen aufgrund des Erwerbs der Opertis GmbH nachvollziehbar erklärt (PB Seite 53 Tz. 198), lässt sich aber in den Folgejahren absehbar nicht beliebig wiederholen.

Bei der Opertis GmbH handelte es sich um ein Unternehmen von überschaubarer Größe, das im Jahr 2015 einen Umsatz von ca. 2.142 TEUR und 2016 nur einen Umsatz von 426 TEUR erwirtschaftet hatte (Übertragungsbericht Seite 6; BewGA Seite 51 Tz. 138; Bl. 804 d.A.). Für den Erwerb der Anteile an der Opertis GmbH war – angesichts der langjährigen Verlustsituation – ein symbolischer Kaufpreis von 1 EUR vereinbart worden. Der Verkäufer hatte bei der Transaktion sogar noch Restrukturierungskosten übernommen (ErgStN Bl. 849a Seite 17 Tz. 58).

Die Antragstellerin 18) behauptet, dass die Effekte aus dem Erwerb der Opertis GmbH nur unzureichend in die Planungsrechnung eingeflossen seien (Bl. 62 d.A.). Diese Behauptung ist nicht nachvollziehbar, die darin liegende Kritik nicht überzeugend. Das gilt unter anderem, aber nicht nur für die hier erörterte Planung der Umsätze und der Gesamtleistung.

Die sachverständige Prüferin hat in ihrer Ergänzenden Stellungnahme bestätigt, dass die Effekte und Wachstumsmöglichkeiten aus dem Erwerb der Opertis GmbH in der unternehmenseigenen Planung angemessen berücksichtigt wurden (ErgStN Bl. 849a Seite 16 ff. Tz. 55 ff.).

Bei der Gewichtung etwaiger Effekte aus dem Erwerb der Opertis GmbH ist zu berücksichtigen, dass die Umsatzerlöse der Opertis GmbH in den Jahren 2013 und 2014 nur bei 1.831 TEUR bzw. 1.930 TEUR (ErgStN Bl. 849a Seite 30 Tz. 100) gelegen hatten, dass aber die primion-Gruppe im Jahr 2016 auf Basis der am Bewertungsstichtag bekannten hochgerechneten vorläufigen Ist-Zahlen einen Gesamtumsatz von 50.730 TEUR erzielte, ohne die Opertis GmbH von 50.303 TEUR (vgl. Bl. 804 d.A.). Die rechnerische Differenz von 426 TEUR als Umsatzzunahme durch die Einbeziehung der Opertis-Zahlen liegt somit bei unter 1%. Bereits dies zeigt, dass die Fokussierung mancher Antragsteller auf Kritik an den Planzahlen wegen vermeintlich unzureichender Berücksichtigung der „Opertis-Transaktion“ zu einer Schwerpunktsetzung führt, die der tatsächlich wesentlich geringeren Bedeutung dieser Akquisition für die primion-Gruppe nicht Rechnung trägt und die auf eine im Ergebnis nicht fundierte Überschätzung der daraus generierten zusätzlichen Umsatz- und Ertragerwartungen durch die betroffenen Antragsteller schließen lässt. Zu Recht wurden entsprechende Detailfragen von der betroffenen Antragstellerin auf entsprechenden Hinweis zurückgezogen (Bl. 1046 d.A.).

Die Opertis GmbH entwickelte, produzierte und vertrieb elektronische Schließsysteme. Der Erwerb der Opertis GmbH zielte auf einen vertikalen Ausbau der eigenen Wertschöpfungskette des primion-Konzerns und sollte die Abhängigkeit von Zulieferern für mechatronische Komponenten reduzieren (BewGA Seite 16 f. Tz. 37; von Antragstellerin 18 vorgelegter Artikel aus den „Corporate News“, Anl. AST 002, Bl. 113-3 d.A.; PB Seite 57 Tz. 209 und Seite 35 Tz. 137). Der Plan war, wie von der Antragsgegnerin dargestellt, Opertis-Produkte in neuen Projekten der Gesellschaft zu verwenden, statt Zylinder bei anderen Lieferanten extern zu kaufen (Bl. 805 d.A.). Die Bewertungsgutachterin ging davon aus, dass Umsätze der Gesellschaft durch zugekaufte Produkte, die sie in der Vergangenheit von anderen Zulieferern bezogen hatte, nunmehr über die Opertis GmbH abgedeckt werden sollten (BewGA Seite 51 Tz. 138). Unternehmenspolitisch lag eine Fokussierung auf die Opertis GmbH als Lieferant bestimmter von der Gesellschaft weitervertriebener Komponenten der eigenen Systemlösungen nahe. Das konnte aus der Perspektive des Konzerns aber nur bedeuten, dass es bezüglich dieser Komponenten teilweise zu einer Ersetzung bisheriger (anderer) Lieferanten kommen würde. Allein aus dem Erwerb des Unternehmens und aus der vertikalen Erweiterung der Wertschöpfungskette ergibt sich daher für die Gesellschaft und die primion-Gruppe kein nennenswertes Wachstumspotential in Bezug auf „eigene“ bzw. „externe“ Umsätze mit Handelsware.

Unverständlich ist vor diesem Hintergrund die Behauptung der Antragstellerin 18) (Bl. 62 d.A.), dass sich der (geplante) Anstieg der Umsatzerlöse durch den Erwerb der Opertis GmbH (wohl: in der Planung) zu Lasten der übrigen bisherigen Umsatzträger ausgewirkt habe.

Ein Umsatzwachstumspotential aus dem Erwerb der Opertis GmbH und aus deren Konsolidierung konnte sich im Ansatz aus Umsätzen ergeben, die die Opertis GmbH bislang und künftig mit Dritten erzielte und erzielt. Dieses Potential war jedoch im Ergebnis sehr gering. Eine vollständige Addition der zunächst isoliert betrachteten, unbereinigten Umsatzzahlen der Opertis GmbH insgesamt ohne Bereinigung von „Binnenumsätzen“ wäre jedenfalls nicht gerechtfertigt gewesen.

Nach dem Eindruck der Kammer zielte die Transaktion gerade nicht auf eine unmittelbare Umsatzsteigerung und erst Recht nicht auf eine Ertragssteigerung, denn es wurde gerade kein hochprofitables Unternehmen erworben (die Opertis GmbH hatte in den Jahren 2013 bis 2015 im Durchschnitt Jahresfehlbeträge von 1.718 TEUR erzielt, ErgStN Bl. 849a Seite 30 Tz. 101). Sie wurde vor allem durchgeführt, um die in der Vergangenheit von fremden Herstellern zugekauften Komponenten zunehmend durch konzernintern hergestellte eigene Komponenten substituieren zu können (so auch ErgStN Bl. 849a Seite 32 Tz. 110) und das entsprechende Know-How zu erwerben. Dafür spricht auch die komplette Verlagerung der Produktion von Bad Arolsen nach Stetten am Kalten Markt. Die Zahl der eigenen Vertriebsmitarbeiter von Opertis sollte auf nur noch zwei Mitarbeiter reduziert werden (ErgStN Bl. 849a Seite 17 Tz. 57). Die von der Opertis GmbH angesprochenen Kunden, also v.a. Anbieter von Schließanlagen und -systemen, war eine Kundengruppe, die in der Vergangenheit von der primion AG nicht primär adressiert worden war (ErgStN Bl. 849a Seite 34 Tz. 119).

In den Planzahlen sind Umsätze der Opertis GmbH mit Handelsware ab 2017 einkalkuliert, die offensichtlich als ambitioniert zu bezeichnen sind: In den Planzahlen 2017 bis 2019, die der Bewertung vom Dezember 2016 zugrunde lagen, wurden auf Gruppenebene Umsätze der Opertis GmbH mit Handelsware von 1.940 TEUR für 2017, von 2.145 TEUR für 2018 und von 2.331 TEUR für 2019 geplant (BewGA Seite 50 Tz. 136). Diese Planumsätze betreffen Umsätze mit externen Dritten, nicht die von der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 30. Oktober 2020 (Seite 7, Bl. 806 d.A.) gesondert dargestellten „Intercompany“-Umsätze. Demgegenüber waren für 2016 nach dem Erwerb des Unternehmens am 10. Oktober 2016 tatsächlich nur 330 TEUR Umsatzerlöse der Opertis GmbH mit Handelsware (Umsätze mit externen Dritten) realisiert und in die Hochrechnung der Gesellschaft eingeflossen (BewGA Seite 50 Tz. 136). Hochgerechnet auf ein volles Geschäftsjahr, entspräche dies einem Umsatzbeitrag von nur rund 1,5 Mio. EUR p.a. Die in den Planzahlen einkalkulierten Umsätze der Opertis GmbH mit Handelsware ab 2017 lagen deutlich höher. Für die abzufindenden Minderheitsaktionäre war diese offensichtlich ambitionierte Planung günstig.

Geplante Entwicklung der Umsatzerlöse nach Auftragsart

in Tsd. EUR	2016 HR	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	CAGR 2016-19
Fertigungsaufträge	19.778	24.498	25.353	25.748	9,2%
Nicht Fertigungsaufträge/Services	13.917	13.815	14.360	14.734	1,9%
Projektumsätze	33.695	38.313	39.713	40.482	6,3%
Handelsware	3.935	4.363	4.637	4.873	7,4%
<i>davon Opertis</i>	330	1.940	2.145	2.331	n.a.
<i>davon sonstige</i>	3.605	2.443	2.491	2.541	-11,0%
Wartungen	14.264	13.991	14.229	14.592	0,8%
Umsatzerlöse	51.895	56.687	58.579	59.947	4,9%
Wachstum %	2,1%	9,2%	3,3%	2,3%	

Zu berücksichtigen war aber, dass die Kunden der Opertis GmbH (überwiegend Anbieter von Schließenanlagen und -systemen) in ihren überwiegend lokalen Märkten in Konkurrenz zum primion-Konzern standen. Nach dem Erwerb der Opertis GmbH durch den primion-Konzern bestand das Risiko, dass diese Kunden den Konzern nun verstärkt als Wettbewerber wahrnehmen und ihre Kundenbeziehungen einschränken (Klarstellung durch ErgStN Bl. 849a Seite 31 Tz. 103, Tz. 106 zu PB Seite 57 Tz. 209).

Unter anderem wegen dieses Risikos, aber vor allem wegen der geplanten Reduktion der Zahl der Vertriebsmitarbeiter der Opertis GmbH von zehn auf nur noch zwei (PB Seite 49 Tz. 184) bezeichneten die sachverständigen Prüfer die eingeplanten Umsätze der Opertis GmbH schon im Prüfungsbericht als „herausfordernd“ (PB Seite 57 Tz. 209). In der Ergänzenden Stellungnahme führten sie aus, dass sie die für die Opertis GmbH angenommenen Wachstumsraten für eher ambitioniert halten, dass die Planung der Opertis insgesamt zudem mit höheren Unsicherheiten behaftet sei als die Planung der übrigen Einheiten des primion-Konzerns, und dass es angesichts der vorgesehenen Restrukturierungsmaßnahmen (d.h. erhebliche Reduzierung der Vertriebsmitarbeiterzahl) schon als „anspruchsvoll“ anzusehen war, (überhaupt) „das vorhandene Umsatzpotenzial der Vergangenheit vollständig auszuschöpfen“ (ErgStN Bl. 849a Seite 17 Tz. 58 und Seite 30 Tz. 102).

Für die Kammer steht fest, dass auch unter Berücksichtigung des Erwerbs der Opertis GmbH die Umsätze für die Jahre 2017 bis 2019 nicht zum Nachteil der abfindungsberechtigten Minderheitsaktionäre geplant wurden. Die Kammer geht angesichts der geplanten Reduzierung der Zahl der Vertriebsmitarbeiter bei der Opertis GmbH eher davon aus, dass objektiv betrachtet die Grundlage dafür fehlte, dort die veranschlagten Umsatzsteigerungen überhaupt zu realisieren, also mit einem Fünftel der früheren Vertriebsmitarbeiter eine Steigerung der Außenumsätze der Opertis GmbH um durchschnittlich 9,4% p.a. 2017-2019 zu erreichen (vgl. ErgStN Bl. 849a Seite 17 Tz. 57). Die umsatzbezogenen Wachstumsmöglichkeiten aus dem Erwerb der Opertis GmbH sind zur Überzeugung der Kammer in der Planung zum Bewertungsstichtag angemessen, wenn nicht sogar überhöht (letztlich zugunsten der Minderheitsaktionäre), berücksichtigt worden.

Die Antragsgegnerin hat im Laufe des Verfahrens erläutert, dass sich die an die Opertis-Transaktion geknüpften Erwartungen später nicht erfüllt hätten. Nach Darstellung der Antragsgegnerin zeigte sich im Jahr 2017, dass der Opertis-Zylinder zunächst weiterentwickelt werden musste, um ihn mit dem System der Gesellschaft kompatibel zu machen, weshalb er entgegen der ursprünglichen Erwartungen erst ab 2019 in neue Projekte habe integriert werden können (vgl. Bl. 805 d.A.). Es kann dahingestellt bleiben, ob die nach dem Bewertungsstichtag gereifte Erkenntnis der anfänglich noch unzureichenden Kompatibilität der Systeme als technischer Aspekt objektiv bereits am Bewertungsstichtag hätte bekannt sein können und ob die Inkompatibilität bereits am Stichtag „in der Wurzel angelegt“ war. Denn jedenfalls spiegelten die Planzahlen zum Bewertungsstichtag in Bezug auf die an die Opertis GmbH geknüpften Erwartungen keine zu geringen, sondern eher zu hohe Werte wieder.

ccc. Weitere Analysen unter Berücksichtigung von Marktentwicklungen und -studien

Bei der Beurteilung der Planzahlen ist zu berücksichtigen, dass der Hauptabsatzmarkt des primion-Konzerns 2016 in Deutschland lag (Umsatzanteil rund 54%) und der zweitwichtigste nationale Markt Belgien (mit rund 22%) darstellte, gefolgt von weiteren kleineren Absatzmärkten in anderen europäischen Ländern (BewGA Seite 19 Tz. 46). Der IWF hatte im Oktober 2016 ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland und Belgien für die Jahre 2016 bis 2021 von durchschnittlich nur 1,4% und für alle EU-Länder von nur 1,8% prognostiziert (BewGA Seite 22 Tz. 53). Das zeigt bereits, dass die Gesellschaft in ihren Planzahlen für den Umsatz 2017 bis 2019 entgegen der Behauptung einiger Antragsteller durchaus mit einem Umsatzwachstum rechnete, das beträchtlich über dem Durchschnitt des allgemein erwarteten Wirtschaftswachstums in Europa lag.

Noch dazu ging die Gesellschaft bei den Planzahlen für 2017 bis 2019, die der Bewertung im Dezember 2016 zugrunde lagen, von einem zu hohen „Ausgangswert“ für den Umsatz von 2016 aus – nämlich vom Stand der Hochrechnung 2016, die am Bewertungsstichtag durch bekanntermaßen schlechtere Ist-Zahlen 2016 bei Umsatz und Gesamtleistung revidiert werden musste. Der Ist-Umsatz 2016 lag – abweichend von der Hochrechnung – sogar geringfügig unter dem Ist-Umsatz 2015. Gleichwohl beließ es die Gesellschaft auch zum Bewertungsstichtag trotz Umsatzrückgangs von 2015 auf 2016 bei dem verhältnismäßig hohen Ausgangswert für das Planjahr 2017 von 58.068 TEUR Gesamtleistung (vgl. zu den Zahlen Tabelle oben aaa.).

Die Planzahlen ergeben auch dann über dem durchschnittlich erwarteten Wirtschaftswachstum in Europa liegende Umsatzsteigerungen, wenn man einmalige Sondereffekte wie den erwarteten zusätzlichen Umsatz durch Erwerb und Konsolidierung der zum 10. Oktober 2016 übernommenen Opertis GmbH (BewGA Seite 14 Tz. 30) einmal ausklammert und sich nur die weitere Erhöhung der Planzahlen für 2018 und 2019 mit einer Steigerung von über 3% bzw. über 2% vor Augen führt.

Grundsätzlich ist nicht zu beanstanden, dass die Umsatzplanung nicht vorrangig aus allgemeinen marktorientierten Wachstumsannahmen abgeleitet ist, sondern zum Großteil aus konkreten kundenspezifischen Projektplanungen resultiert (BewGA Seite 52 Tz. 140). Geradezu zwangsläufig führt die „Bottom-Up“-Planung zu regionalen Abweichungen von dortigen Markttrends. So hing etwa die Planung für Frankreich im Wesentlichen von einem strategisch wichtigen Bestandskunden ab und orientierte sich nicht vorrangig an allgemeinen branchenbezogenen Markterwartungen. Für dieses Land plante die Gesellschaft trotz rückläufiger Branchenumsätze in den Jahren 2010 bis 2015 (vgl. BewGA Seite 23 Tz. 56; PB Seite 30 Tz. 113) und trotz Preiserosion am französischen Markt (BewGA Seite 26 Tz. 62) ein Wachstum von durchschnittlich 12,2% (BewGA Seite 52 Tz. 140).

Vom Gesamtumsatz im Konzern entfielen nach den Zahlen der Hochrechnung für 2016 rund 38% auf Fertigungsaufträge (Projekte mit Dienstleistungen), etwa 27% auf Nichtfertigungsaufträge (ausschließlich Verkauf von primion-Komponenten ohne Dienstleistungserbringung) und über 27% auf Wartungsaufträge (PB Seite 54 Tz. 199). Der künftige Anteil der Wartungsaufträge am Gesamtumsatz soll geringer sein (PB Seite 54 Tz. 199, 205).

Aus den Planzahlen ergibt sich bei den Fertigungs- und Nichtfertigungsaufträgen eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von rund 6,3% p.a. (PB Seite 54 Tz. 200). Diese liegt höher als damalige Markteinschätzungen für Produkt- und Dienstleistungsmärkte, die für die Gesellschaft im Fokus stehen, nämlich des Markts für elektronische Zutrittskontrollen und des Markts für den Bereich Zeitwirtschaft. Nach der im Bewertungsgutachten angegebenen Einschätzung einer Marktstudie von Mario Fischer wurde - im Vergleich zum deutlichen Wachstum zwischen 2005 und 2015 – nun im Markt mit einer zunehmenden Konsolidierung der Umsatzzahlen gerechnet und bezogen auf den Bereich Zutrittskontrolle für den Zeitraum 2015 bis 2020 ein CAGR von 4,4% und bezogen auf den Bereich Zeitwirtschaft ein durchschnittliches Wachstum von rund 5,9% p.a. erwartet (BewGA Seite 24 Tz. 59, 60). Die von der Gesellschaft für das Umsatzwachstum bei Fertigungs- und Nichtfertigungsaufträgen veranschlagten rund 6,3% p.a. (BewGA Seite 50 Tz. 137) übertreffen beide vorgenannten Werte.

In der Marktstudie Mario Fischer, auf die bei der Anhörung der sachverständigen Prüferin am 31. Mai 2022 Bezug genommen wurde (Jahrgang 2016, Bl. 1022 d.A.; zur Zugänglichkeit für die Beteiligten Bl. 1048 d.A.) und die sich bei der Gerichtsakte befindet, ist u.a. davon die Rede, die Nachfrageentwicklung stagniere in zahlreichen Ländern der Euro-Zone, und die bisherige rezessive Entwicklung habe sich innerhalb der EU „noch nicht überall in stabilisierende Auftragslandschaften verwandelt“. Für die ersten Jahre bis 2018 erwarte man daher nur „moderate Wachstumszahlen“, „mittelfristig bis 2020 sollten die Erwartungen also nicht allzu euphorisch ausfallen“ und das Marktvolumen für umgesetzte Hardware und Software inkl. Dienstleistungen und Services dürfte von 2,36 Mrd. EUR auf 2,6 Mrd. EUR im Jahr 2020

anwachsen, was einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von etwa 2% in der gesamten Euro-Zone (bei einer wahrscheinlichen Wachstumsrate von 5% p.a. in Deutschland) entspreche (Marktstudie Mario Fischer, Bl. 1022, Seite 21; aus den Zahlen für das Segment „Access Control“ in Deutschland, die auf Seite 152 abgedruckt sind, ergibt sich ein prognostiziertes durchschnittliches Umsatzwachstum von rund 4,8%, ausgehend von Umsätzen von 290 Mio. EUR in 2015 und 360 Mio. EUR in 2020). Der deutsche Markt für Zutrittskontrollsysteme war laut Zahlen des Zentralverbands der Elektrotechnischen Industrie (zitiert in der Marktstudie) im Jahr 2015 gegenüber dem Vorjahr um 4,4% gewachsen (Marktstudie a.a.O. Bl. 1022 Seite 136 und Seite 137). An anderer Stelle ist von einer Nachfragebelebung nach der Wirtschaftskrise 2010 mit überproportionalen Auftragseingängen in den drei Folgejahren bis 2013, sinngemäß von Nachholeffekten nach einem durch die Krise ausgelösten Investitionsstau und von einer anschließend seit 2014 „moderateren Entwicklung“ und einer „normaleren Branchenentwicklung“ die Rede (Marktstudie a.a.O. Bl. 1022 Seite 137 und 152).

Soweit die Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten formuliert hat, es sei ein gegenüber dem Markt unterdurchschnittliches Wachstum geplant worden (BewGA Seite 52, Tz. 140), ist das bezüglich des wesentlichen Bestandteils der Umsatzerlöse des primion-Konzerns, nämlich bezüglich der Projektumsätze, richtigzustellen. Die sich in diesem Bereich aus den Planzahlen ergebende Wachstumsrate von rund 6,3% p.a. lag, wie bereits ausgeführt, über der Markterwartung für Deutschland (ErgStN Bl. 849a Seite 20 Tz. 66). Nur infolge des Rückgangs der (bereinigt ohne Opertis gerechneten) Umsätze mit Handelsware ergab sich dann ein Gesamtwachstum der Umsatzerlöse zwischen 2016 und dem Planjahr 2019 von 4,9% (ErgStN Bl. 849a Seite 21 Tz. 69). Das geplante durchschnittliche Wachstum der Umsatzerlöse in Deutschland entsprach mit 4,4% p.a. dem erwarteten Trend im Teilmarkt Zugangskontrolle (ErgStN Bl. 849a Seite 20 Tz. 67). Das hat Wirtschaftsprüfer unter Hinweis auf die Marktstudie von Mario Fischer bei der Anhörung nochmals bestätigt (Bl. 1048 d.A.).

Unterdurchschnittlich war das sich aus den Planzahlen ergebende Wachstum bezüglich der Wartungsumsätze mit nur 0,6% p.a. (ausgehend von den Zahlen der Hochrechnung für 2016) bzw. von 0,4% p.a. (ausgehend von den Ist-Zahlen 2016) (vgl. die Klarstellung ErgStN Bl. 849a Seite 18 ff. Tz. 62 ff., 71, 75). Die Wartungsumsätze machten aber nur einen Bruchteil von etwa 25% des Gesamtumsatzes aus (ErgStN Bl. 849a Seite 28 Tz. 89). Die Aufteilung der Umsatzerlöse nach Projektumsätzen, Handelswaren und Wartungsumsätzen ergibt sich aus der folgenden in der Ergänzenden Stellungnahme abgedruckten Tabelle (ErgStN Bl. 849a Seite 27 Tz. 87):

Umsatzerlöse	Ist	Ist	Ist	Plan	Plan	Plan	CAGR	CAGR
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2014-16	2016-19
	in T€	in %	in %					
Fertigungsaufträge	17.374	20.911	21.158	24.498	25.353	25.748	10,4	6,8
Nicht-Fertigungsaufträge / Services	12.223	10.636	12.063	13.815	14.360	14.734	-0,7	6,9
Projektumsätze	29.597	31.547	33.221	38.313	39.713	40.482	5,9	6,8
Handelsware	6.891	5.300	3.169	4.383	4.637	4.873	-32,2	15,4
Wartung	13.778	13.981	14.340	13.991	14.229	14.592	2,0	0,6
Umsatzerlöse (gesamt)	50.266	50.828	50.730	56.687	58.579	59.947	0,5	5,7

Dass die Gesellschaft bei den Wartungsaufträgen lediglich ein unterproportionales Wachstum angenommen hat, ist nicht zu beanstanden. Die Annahme ist plausibel damit begründet, dass Wartungsverträge häufig, aber nicht immer oder zwangsläufig, an Fertigungs- bzw. Projektaufträge gekoppelt und individuell gestaltet sind, so dass keine durchschnittliche Kundenbindungsdauer definiert werden kann (PB Seite 55 Tz. 202; auch BewGA Seite 51 Tz. 139). Die Entwicklung der Wartungsumsätze korrelierte auch in der Vergangenheit nicht mit den Wachstumsraten bei den Projektumsätzen, wie von der sachverständigen Prüferin im Einzelnen analysiert. Das durchschnittliche Umsatzwachstum war in diesem Bereich deutlich geringer. Das ist auch erklärbar, wenn Kunden nach Realisierung von Projekten Wartungsverträge mit Fremdfirmen schließen (ErgStN Bl. 849a Seite 28 Tz. 90 ff.). Die Gesellschaft veranschlagte in den Planzahlen für 2017 keine Erhöhung, sondern einen leichten Rückgang der absoluten Umsätze aus Wartungsaufträgen, was nachvollziehbar u.a. mit dem Verlust eines Wartungsauftrags an ein Konkurrenzunternehmen und der Kündigung eines größeren Wartungsvertrags durch einen Kunden der Konzerntochter GET begründet wurde (BewGA Seite 51 Tz. 139; Bl. 532 d.A.; ErgStN Bl. 849a Seite 22 Tz. 71). Konsequenterweise begann das Wachstum in den Folgejahren von einem niedrigeren Betrag aus, und der geringe Rückgang 2016/2017 senkte den Durchschnitt des Wachstums der Jahre 2016 bis 2019. Dass die Kündigung selbst eines einzigen größeren Wartungsvertrages berücksichtigt wurde, spricht für eine solide „Bottom-Up“-Planung auch im Bereich der Wartungsverträge (zur bereinigten Kalkulation der Wachstumsraten ErgStN Bl. 849a Seite 28 Tz. 93).

Die sachverständige Prüferin hat vor diesem Hintergrund in der Ergänzenden Stellungnahme in Reaktion auf die Kritik der Antragstellerin 18) nochmals bestätigt, dass sie die im Vergleich zu Fertigungsaufträgen niedrigeren Zuwachsraten bei den geplanten Wartungsumsätzen nach wie vor für plausibel halten (ErgStN Bl. 849a Seite 29 Tz. 94). Die Kammer schließt sich diesem überzeugend begründeten Votum an.

Das um die Übernahme der Opertis GmbH bereinigte Umsatzwachstum des primion-Konzerns im Planungszeitraum lag im Ergebnis leicht unterhalb der Marktprognosen in Deutschland

(ErgStN Bl. 849a Seite 23 Tz. 76). Auch insoweit ist die Planung nicht zu beanstanden. Die Planungsrechnung der nicht nur in Deutschland tätigen Gesellschaft musste sich bezüglich des Umsatzwachstums nicht an allgemeinen Marktprognosen für Deutschland orientieren, um plausibel zu sein. Zu Recht formulierte Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung, dass die in einem Unternehmen geplanten Wachstumsraten nie exakt den Markterwartungen gemäß einer Studie entsprechen werden (Bl. 1047 d.A.).

Aus der auf Deutschland fokussierten Marktstudie der Mario Fischer Unternehmensberatung (ErgStN Bl. 849a Seite 20 Tz. 65; zur Ausgabe Jahrgang 2016 vgl. Bl. 1022 d.A.; die Fokussierung auf Deutschland ergibt sich aus ihrem Inhalt) ergeben sich keine Anhaltspunkte für unrealistische Wachstumsannahmen der Gesellschaft. Die sachverständige Prüferin hat in der Ergänzenden Stellungnahme dezidiert festgehalten: „Aus der Analyse der Marktstudie der Mario Fischer Unternehmensberatung lässt sich im vorliegenden Fall nicht schlussfolgern, dass die geplante individuelle Umsatzentwicklung für den primion-Konzern unplausibel wäre.“ (ErgStN Bl. 849a Seite 23 Tz. 77). Die „Bottom-Up“-Planung des Unternehmens ging, wie von Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung erläutert, von den Zahlen der einzelnen Vertriebsmitarbeiter aus, und es sei üblich gewesen, sie zunächst auf Landesebene zu diskutieren. Es war methodisch nicht zu beanstanden, die erwähnte Marktstudie zur externen Plausibilisierung der Planzahlen heranzuziehen, ergänzend zur internen Plausibilisierung etwa durch Überprüfung des Planungsprozesses und durch die Vergangenheitsanalyse, wie geschehen. Andere Studien oder Auswertungen, außer den allgemeinen volkswirtschaftlichen Auswertungen, habe es nicht gegeben bzw. seien nicht bekannt (Bl. 1047 d.A.).

Mit dem Hinweis auf die „Bottom-Up-Planung“, also unter Berücksichtigung lokaler bzw. regionaler Marktkenntnisse der Organisationseinheiten bzw. Mitarbeiter erstellter Planzahlen ist auch bereits geklärt, dass die von der Antragstellerin 30) aufgeworfene Frage zu einem Potenzial aus dem weltweiten „Bauboom“ und in Bezug auf „Smart Buildings“, die vorsorglich an die sachverständige Prüferin weitergegeben wurde, nicht geeignet ist, die Planzahlen in Frage zu stellen. Die zur ergänzenden Plausibilisierung vorgenommenen Prüfungshandlungen (etwa Vergangenheitsanalyse und Berücksichtigung von Marktstudien) ergaben keine Anhaltspunkte für unrealistisch niedrige Planannahmen. Die Kammer schließt sich insoweit den Ausführungen in der Ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin an (ErgStN Bl. 849a Seite 15 Tz. 49 ff.).

Das gilt konkret auch in Bezug auf die geplante Entwicklung der Umsatzerlöse nach Regionen, die im Bewertungsgutachten dargestellt ist (BewGA Seite 51 Tz. 140). Das sich aus den Planzahlen ergebende durchschnittliche Gesamtumsatzwachstum von 4,9% p.a. bis 2019 ausgehend von den Zahlen der Hochrechnung 2016 (und das aktualisierte Gesamtumsatzwachstum von durchschnittlich 5,81% auf Basis der Ist-Zahlen 2016) übertrifft die

von den Antragstellern 1) bis 5) angegebene Markterwartung von 4,2% (Bl. 5 d.A.) deutlich. Die These der genannten Antragsteller, wonach das geplante Umsatzwachstum unterhalb der Markterwartung liege, erscheint damit bei wertender Betrachtung in dieser Pauschalität nicht nachvollziehbar.

Die sachverständigen Prüfer haben im Übrigen zusammenfassend festgehalten, dass die Umsatzerwartungen für den Planungszeitraum bis 2019 teilweise über und teilweise unter den erwarteten durchschnittlichen Umsatzzuwachsraten der jeweiligen Märkte liegen, dass die Zuwachsraten bei allen Beteiligungsgesellschaften aber über den bisher in der Vergangenheit realisierten durchschnittlichen Wachstumsraten liegen und dass die Planung der Umsatzerlöse daher „plausibel und vertretbar“ sei (PB Seite 57 Tz. 210).

ddd. Plausibilisierung anhand von Vergangenheitswerten

Der Antragsteller 26) spricht die im vorliegenden Fall vorgenommene Vergangenheitsanalyse an und erhebt die – wohl standardisierte – Rüge, dass die Prognoserechnungen deutlich zu pessimistisch seien (Bl. 203 d.A.). Fakt ist aber: In jüngster Zeit vor dem Bewertungsstichtag (2014 bis 2016) konnte in keinem einzigen Geschäftsjahr der budgetierte Umsatz und die budgetierte Gesamtleistung erreicht werden. Die Analyse der Planungstreue ergab, dass die Gesellschaft schon in der Vergangenheit bei der Budgetierung die Umsätze der Jahre 2014, 2015 und 2016 durchgängig zu hoch veranschlagt hatte. Gegenüber der Budgetierung verharrten die Ist-Umsätze in diesen Jahren auf annähernd gleichem Niveau. Der tatsächlich erzielte Umsatz 2016 lag mit 50.730 TEUR nur rund 0,9% über demjenigen von 2014 in Höhe von 50.266 TEUR:

in TEUR	2014				2015				ggü. Vorjahr (Ist)	2016		Abweichung		
	Budget	Ist	Plan-Ist	prozentual	Budget	Ist	Plan-Ist	prozentual		Budget	Ist *	Plan-Ist	prozentual	ggü. Vorjahr (Ist)
Umsatzerlöse	51.815	50.266	- 1.546	-2,99%	53.791	50.828	- 2.963	-5,51%	1,12%	55.260	50.730	- 4.530	-8,20%	-0,19%
Gesamtleistung	54.888	51.021	- 3.867	-7,05%	54.956	52.091	- 2.865	-5,21%	2,10%	56.418	52.382	- 4.036	-7,15%	0,56%

* Quelle: Konzernabschluss zum 31.12.2016 aus dem Unternehmensregister, www.unternehmensregister.de. Übrige Zahlen: BewGA Seite 47 Tz. 127. Die dem BewGA entnommenen, oben aufgeführten Ist-Zahlen 2015 stimmen mit den im Konzernabschluss 2016 wiedergegebenen überein. Berechnungen sind Eigenberechnungen der Kammer.

Missverständlich erscheint die Kritik der Antragstellerin 19), es sei von einer rückläufigen Umsatzentwicklung 2016 ausgegangen worden. Die Antragstellerin verweist hierbei auf Seite 47 des Bewertungsgutachtens.

Die Tabelle auf Seite 47 des Bewertungsgutachtens dient der Analyse der Planungstreue. Sie enthält eine Gegenüberstellung der jährlichen Budget-Zahlen (d.h. Ist-Zahlen bis einschließlich September und Forecast ab Oktober, BewGA Seite 46 Tz. 122) und der Ist-Zahlen 2014 und 2015. Für 2016 wurden Budget-Zahlen den Zahlen der Hochrechnung 2016 gegenübergestellt, weil bei Erstattung des Bewertungsgutachtens im Dezember 2016 die Ist-Zahlen zum 31. Dezember 2016 noch nicht vorlagen. Dass das Ergebnis 2016 gegenüber der Hochrechnung trotz geringerer Umsätze verbessert war, wurde bei der Stichtagsbetrachtung berücksichtigt, wie die

Stichtagserklärungen der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin (Anl. AG 6 Seite 1, Anl. AG 7 Seite 1) belegen.

Hinzu kommt, dass bei Erstattung des Bewertungsgutachtens für 2016 aufgrund der (damals aktuellen) Hochrechnung noch mit Umsatzerlösen von 51.895 TEUR gerechnet wurde. Das ist nicht weniger, sondern mehr als 2014 und 2015 (jeweils: Ist-Zahlen) (vgl. BewGA Seite 47 Tz. 127). Dass bei Erstattung des Bewertungsgutachtens von rückläufigen Umsätzen in der Vergangenheit ausgegangen worden wäre, ist also schlicht unzutreffend.

Überdies belief sich der am Bewertungsstichtag bekannte hochgerechnete „vorläufige“ Ist-Umsatz 2016 auf 50.730 TEUR. An dieser Zahl änderte sich bis zur Veröffentlichung des Konzernabschlusses zum 31. Dezember 2016 nichts mehr (vgl. Bl. 803 d.A.). Der Ist-Umsatz 2016 lag damit tatsächlich geringfügig unter dem Ist-Umsatz des Vorjahres (vgl. zu den Zahlen Tabelle oben aaa.).

Nach alledem musste und durfte am Bewertungsstichtag von einem geringfügigen Umsatzrückgang 2015/2016 ausgegangen werden.

Die vom Gericht erbetene vertiefte Analyse unter „Bereinigung“ der Ist- und Planumsätze um Sondereffekte aus der „Opertis“-Transaktion durch die sachverständigen Prüferin führte zu keinem anderen Ergebnis. Denn nach deren Berechnungen blieben die Umsatzerlöse des primion-Konzerns im Vergangenheitszeitraum von 2014 bis 2016 (auf Basis der am Bewertungsstichtag bekannten Ist-Zahlen) nahezu konstant. Die Projektumsätze waren zwar um 5,9% gestiegen, die Handelsumsätze waren aber um durchschnittlich 36,9% p.a. gefallen (ErgStN Bl. 849a Seite 22 Tz. 74). Beim Produktmix hatte es somit Veränderungen gegeben.

Auch aus der vertieften, auf einzelne Bereiche aufgeschlüsselten Betrachtung der vor dem Bewertungsstichtag erzielten Umsatzerlöse ergibt sich nicht, dass die Planung des Vorstands für den Detailplanungszeitraum 2017 bis 2019 unplausibel wäre. Im Gegenteil, ließ sich die der Bewertung zugrunde liegende Planung der Umsatzerlöse auch mithilfe der Vergangenheitsanalyse verplausibilisieren.

Die Antragstellerin 18) behauptet, die Ausführungen der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme stünden im Widerspruch zur Entwicklung der Umsatzerlöse aus Wartungsverträgen in der Vergangenheit (Bl. 878 d.A.). Den behaupteten Widerspruch vermag die Kammer nicht zu erkennen. Einen mathematischen Zusammenhang zwischen dem Verhältnis der Umsätze aus Wartungsverträgen und der Gesamtentwicklung des Umsatzes gab es schon in der Vergangenheit nicht, wie Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung erklärt hat (Bl. 1049 d.A.). Das Wachstum der Umsätze aus Wartungsverträgen war schon in der Vergangenheit geringer als etwa das Wachstum aus Projektumsätzen: Die Umsätze aus Wartungsverträgen

waren von 2014 bis 2016 um durchschnittlich 1,7% gewachsen, die Projektumsätze im gleichen Zeitraum um 6,7% (ErgStN Bl. 849a Seite 21 Tz. 69). Dass man in der Planung nur mit einer Steigerung der Umsätze aus Wartungsverträgen von 0,6% rechnete, hängt mit dem Wegfall eines Großkunden in diesem Bereich und dem damit verbundenen Wegfall von Umsatz in einer Größenordnung von etwa einer halben Million Euro zusammen. Wirtschaftsprüfer I hat bei der Anhörung ausgeführt, dass man bei einer Analyse der Planung ab 2017 wieder auf rund 2% komme, wenn man die Umsätze in diesem Bereich um den Sondereffekt bereinige (Bl. 1049 d.A.). Fingiert man jährlich zusätzliche Umsätze aus Wartungsverträge ab 2017 von jeweils rund 0,5 Mio. EUR, so entspräche das durchschnittliche Wachstum ausgehend von 2016 rechnerisch mit rund 1,7% exakt wieder dem in der jüngsten Vergangenheit erzielten Durchschnitt in diesem Bereich (vgl. die Zahlen ErgStN Bl. 849a Seite 21 Tz. 69). Lässt man umgekehrt den durch die Beendigung des Wartungsvertrages mit dem Kunden in Belgien zum Ende des Geschäftsjahres 2016 verursachten Umsatzrückgang aus Wartungen bei der Errechnung der Wachstumsraten unberücksichtigt, indem man lediglich die Planjahre 2017 bis 2019 betrachtet, dann ergibt sich eine durchschnittliche Wachstumsrate der Wartungsumsätze von 2,1% p.a., die sogar geringfügig über dem im Vergangenheitszeitraum zu beobachtenden Wert von 2,0% liegt (ErgStN Bl. 849a Seite 28 Tz. 93).

All diese Überlegungen zeigen: Die Planung der Wartungsumsätze im Detailplanungszeitraum ist nicht zu beanstanden.

eee. Zu früheren Prognosen der Antragsgegnerin

Die Antragsteller 23) und 24) werfen der sachverständigen Prüferin vor, sie habe die für die Bewertung relevanten Daten - gemeint war wohl: die Planzahlen der Gesellschaft insbesondere für 2020 - „prüfungslos“ übernommen und es versäumt, diese Planzahlen mit Aussagen im Anhang zum Jahresabschluss zum 31. Dezember 2015 der Antragsgegnerin (nicht: der zu bewertenden Gesellschaft!) „abzugleichen“. Die „Konzernherrin“ habe dort einen Anstieg der Umsätze von 2019 auf 2020 in Höhe von 2,1% auf „nicht weniger als 62.562 TEUR“ prognostiziert (Bl. 148 f., 166 f. d.A.). Der Vorwurf ist unbegründet.

Erstens kann von einer „prüfungslosen“ Übernahme von Planzahlen angesichts der im Prüfungsbericht, in der Ergänzenden Stellungnahme und bei der Anhörung der Wirtschaftsprüfer detailliert beschriebenen Analysen nicht die Rede sein (vgl. oben I. 2. a. und Bl. 1046 ff.).

Zweitens waren die der Bewertung zugrunde liegenden Planzahlen der Gesellschaft vom November 2016 und diejenigen der aktualisierten Planung am Bewertungsstichtag aktueller als die Angaben eines 2016 veröffentlichten Jahresabschlusses der Mehrheitsaktionärin.

Drittens: Die Antragstellerin 23) hat bei ihrer Kritik unrichtige Tatsachenbehauptungen in den Raum gestellt, indem sie suggeriert hat, aus dem Jahresabschluss der 2015 sei für 2020 eine konkrete Erwartung von Umsatzerlösen in Höhe von 62.562 TEUR zu entnehmen. Die sachverständige Prüferin konnte dies nicht verifizieren und hat festgehalten, dass sich die von der Antragstellerin 23) behauptete Zahlenangabe dem Jahresabschluss tatsächlich so nicht zu entnehmen war. Denn es waren lediglich Wachstumsraten, nicht aber absolute Werte zu Umsatzerlösen genannt (ErgStN Bl. 849a Seite 12 Tz. 41). Die Kritik der Antragstellerin 23) ist damit bereits ihrer tatsächlichen Basis beraubt.

Die sachverständige Prüferin ist der Kritik gleichwohl weiter nachgegangen. Ihre Analyse hat ergeben, dass sich die von der Antragstellerin behauptete Zahl von Umsatzerlösen in Höhe von 62.562 TEUR als angeblich (tatsächlich nicht!) im Anhang zu einem Jahresabschluss 2015 veröffentlichte Prognose von Umsatzerlösen für 2020 rechnerisch allein dann ergibt, wenn man die für das Jahr 2020 genannte, beim Impairment-Test veranschlagte Wachstumsrate von 2,1% aus dem Anhang zum Jahresabschluss der Antragsgegnerin (!) (mit dem Stand: Erstellung des Jahresabschlusses von 2015 im Jahr 2016) auf die geplante Gesamtleistung 2019 laut Planungsrechnung der hier zu bewertenden Gesellschaft (!) (Stand: November 2016) anwenden würde. Die sachverständige Prüferin hat sodann überzeugend dargelegt, dass diese Vorgehensweise methodisch in mehrfacher Hinsicht falsch ist, u.a. weil man dabei Parameter aus zwei unterschiedlichen Planungsständen unzulässigerweise miteinander kombiniere. Die Kammer schließt sich den Ausführungen der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme an (ErgStN Bl. 849a Seite 12 Tz. 42). Auf die obigen Ausführungen zum Impairment-Test bei der Muttergesellschaft (3. a.) kann ergänzend verwiesen werden.

Viertens: Würde man mit der Antragstellerin 23) – methodisch nicht überzeugend – unterschiedliche Parameter zweier unterschiedlicher Planungsstände und noch dazu unterschiedlicher Planungsverantwortlicher unzulässigerweise miteinander vermengen, um rechnerisch eine künftige Umsatzsteigerung von 50.730 TEUR (2016 Ist) auf 62.562 TEUR (2020) „herzuleiten“, wie u.a. von der Antragstellerin 23) unter Verweis auf angebliche Angaben im Anhang zum Jahresabschluss 2015 der Antragsgegnerin versucht (Bl. 149 d.A.), so würde das einen Zuwachs von 23,3% in nur vier Jahren (5,83% p.a. im Durchschnitt) bedeuten. Ein solch exorbitanter Zuwachs der Umsatzerlöse (gesamt) wäre unter Berücksichtigung des bereits in der Vergangenheit zu verzeichnenden Rückgangs bei den Ist-Umsätzen mit Handelsware und bei deutlich geringerem Wachstumspotential im Bereich der Wartungsumsätze (vgl. Tabelle oben, ErgStN Bl. 849a Seite 27 Tz. 87) selbst bei Veranschlagung nicht organischen Wachstums durch Erwerb der Opertis GmbH nach Einschätzung der Kammer am Bewertungsstichtag nicht realistisch gewesen.

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

Die Planzahlen für Material- und Personalaufwand sowie für die sonstigen betrieblichen Aufwendungen im Detailplanungszeitraum sind nicht zu beanstanden.

Die Gesellschaft ging in der Planungsrechnung, die dem Bewertungsgutachten zugrunde lag, bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen für den Detailplanungszeitraum 2017 bis 2019 von folgender Entwicklung aus (Bl. 545 d.A.; vgl. schon BewGA Seite 53 Tz. 145 und PB Seite 52 Tz. 196):

Sonstige betriebliche Aufwendungen

in TEUR	2014	2015	2016 HR	2016 Ist	2017	2018	2019
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-10.176	-9.316	-9.109	-9.680	-9.642	-10.166	-10.086
<i>In % der Gesamtleistung</i>	<i>-19,9%</i>	<i>-17,9%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>-18,5%</i>	<i>-16,6%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>-16,5%</i>
Bereinigungen auf SBA-Ebene	621	705	345	464	n.a.	n.a.	n.a.
SBA bereinigt	-9.555	-8.611	-8.765	-9.216	-9.642	-10.166	-10.086
<i>in % der Gesamtleistung</i>	<i>-18,7%</i>	<i>-16,5%</i>	<i>-16,4%</i>	<i>-17,6%</i>	<i>-16,6%</i>	<i>-17,0%</i>	<i>-16,5%</i>

Quelle: primion Technology AG,

Zum Bewertungsstichtag wurde der Planansatz für 2017 allerdings von 9.642 TEUR auf 10.408 TEUR erhöht (+ 766,5 TEUR; vgl. Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 30. Oktober 2020, Seite 9, Bl. 808 d.A.).

Die Antragsteller 1) bis 5) kritisieren schon die ursprünglichen Planzahlen. Ihre These, die sonstigen betrieblichen Aufwendungen seien mit einer konstanten Quote von 16,5% im Verhältnis zur Gesamtleistung fortgeschrieben worden (Bl. 5 d.A.), ist jedoch unzutreffend. Im Bewertungsgutachten ist – zu Recht – von einer „nahezu konstanten Quote“ die Rede (BewGA Seite 53 Tz. 145).

Die Antragsteller 1) bis 5) behaupten weiter, es sei unterschlagen worden, dass sich die Gesellschaft in einer Sanierungsphase befunden habe, die die Beratungskosten in die Höhe schnellen ließ, verbunden mit dem Hinweis, die Beratungs- oder Sanierungskosten dürften nicht fortgeschrieben werden (Bl. 5 d.A.). Dem Eindruck, dass Beratungs- und Sanierungskosten aus der Vergangenheit auch nach Abschluss der Sanierung zu Unrecht fortgeschrieben worden seien, ist die Antragsgegnerin allerdings entgegengetreten (Bl. 544 d.A.). Die sachverständige Prüferin hat der Behauptung der Antragsteller, die Gesellschaft habe sich zum Bewertungsstichtag in einer Sanierungsphase befunden, ebenfalls widersprochen. Das Kostensenkungsprogramm „FIT 2013“ sei 2013 initiiert und 2014 abgeschlossen gewesen. Im Betrachtungszeitraum habe es keine außergewöhnlich hohen Beratungskosten oder Sanierungsaufwendungen gegeben, die man im Rahmen der Vergangenheitsanalyse hätte bereinigen müssen. Im Planungszeitraum entwickelten sich die sonstigen betrieblichen

Aufwendungen sogar unterproportional zur Gesamtleistung (ErgStN Bl. 849a Seite 36 f. Tz. 126 ff., 129.).

Fakt ist: Der Anteil der sonstigen betrieblichen Aufwendungen an der Gesamtleistung lag in den Jahren 2014 bis 2016 (IST-Zahlen) bei zwischen 17,9% (2015) und 19,9% (2014), während die Quote nach den Planzahlen 2017 bis 2019 zwischen 16,5% und 17,0% liegt – also niedriger. Die Verbesserung der Aufwandsquote ist mit den in der Planung berücksichtigten Effekten aus nachhaltigen Maßnahmen der Kostensenkung oder geringeren Sondereffekten ohne Weiteres erklärbar. Sie wirkt sich nicht zulasten der Minderheitsaktionäre aus. Die antragstellerseits offensichtlich ohne fundierte Analyse behauptete Fortschreibung von Beratungs- und Sanierungskosten aus der Vergangenheit gab es gerade nicht (vgl. ErgStN Bl. 849a Seite 37 Tz. 129).

Die Antragsteller 1) bis 5) erwecken außerdem auch den Eindruck, dass speziell im Zusammenhang mit dem Erwerb der Opertis GmbH angefallene Akquisitions- und Integrationskosten über den gesamten Zeitraum bis zum Ende der Detailplanungsphase veranschlagt worden seien (Bl. 5 d.A.). Auch das trifft nicht zu. Die Antragsgegnerin hat klargestellt, dass für die Integration der Opertis GmbH in den Planzahlen 2017 einmalig Aufwendungen von rund 380 TEUR erfasst worden seien (Bl. 544 d.A. und im Detail Bl. 808 d.A.). Die einmalige Berücksichtigung und keinesfalls eine durchgängige Berücksichtigung von Integrationskosten für den gesamten Detailplanungszeitraum ergibt sich auch aus den Angaben im Bewertungsgutachten (BewGA Seite 53 Tz. 145) und dem Prüfungsbericht, in dem von einmalig 2017 erhöhten allgemeinen Verwaltungs- und Versicherungskosten nach der Übernahme der Opertis die Rede ist (PB Seite 59 Tz. 215). Die Integrationskosten fielen im Wesentlichen aufgrund der Verlagerung der Opertis-Fertigung von Bad Arolsen nach Stetten am kalten Markt an. Schon ab dem 31. März 2017 sollten am alten Standort von Opertis in Bad Arolsen keine Mitarbeiter mehr beschäftigt werden. Dafür musste eine neue Fertigungslinie in Stetten am kalten Markt errichtet werden (Bl. 820 d.A.). Die Schritte zur Erstellung und Verlagerung der Fertigung nach Stetten am kalten Markt waren zum Bewertungsstichtag bereits eingeleitet, weshalb sowohl die einmaligen Aufwendungen als auch die sich aus der Verlagerung ergebenden Kostensenkungspotenziale zu Recht in der Planung der Gesellschaft berücksichtigt wurden (ErgStN Bl. 849a Seite 26 Tz. 85). Für die Planjahre ab 2018 waren keine Restrukturierungsaufwendungen im Zusammenhang mit dem Erwerb der Opertis GmbH oder deren Produktionsverlagerung und auch keine Integrationskosten mehr geplant (ErgStN Bl. 849a Seite 37 Tz. 130 und Seite 41 Tz. 142).

Soweit es um die Vorgänge um die zunächst geplanten Rückstellungsbildungen 2016 und die Verschiebung des Aufwands auf der Zeitachse mit Blick auf die vom Konzernabschlussprüfer vorgegebene Bilanzierung geht, hat die sachverständigen Prüferin die methodische

Vorgehensweise bei der Anpassung der Planungsrechnung für das Jahr 2017 nachvollzogen und diese als zwingend erforderlich bezeichnet, um die geänderte bilanzielle Abbildung zum 31. Dezember 2016 (Erhöhung des Konzernergebnisses 2016 um 563 TEUR) zu berücksichtigen (ErgStN Bl. 849a Seite 40 Tz. 140).

Zusammen mit dem Effekt der neuen Kostenschätzung des Managements zum Bewertungsstichtag (Erhöhung der veranschlagten Restrukturierungs- und Integrationskosten um 204 TEUR, ErgStN Bl. 849a Seite 40 Tz. 139) erklärt sich die eingangs dargestellte Differenz zwischen dem Ansatz laut originärer Planung für das Jahr 2017 und der modifizierten Planung für 2017 zum Bewertungsstichtag.

cc. EBITDA

Die dem Bewertungsgutachten zugrunde liegende originäre Planungsrechnung der Gesellschaft gelangt rechnerisch zu einem EBITDA von 7.931 TEUR für 2017, von 8.275 TEUR für 2018 und von 8.883 TEUR für 2019 (BewGA Seite 49 Tz. 135; PB Seite 52 Tz. 196).

Bereits bei der Bewertung vom Dezember 2019 hat die Bewertungsgutachterin „bewertungstechnische Umgliederungen der Avalprovisionen und ähnlichen Aufwendungen“ aus dem Finanzergebnis in die operativen Aufwendungen vorgenommen, wie im Bewertungsgutachten offengelegt und oben bereits erwähnt. Diese Modifikationen führten zu einem gegenüber der originären Planungsrechnung geringeren EBITDA von 7.811 TEUR für 2017, von 8.205 TEUR für 2018 und von 8.814 TEUR für 2019. Das bereinigte EBIT nach Umgliederung der Avalprovisionen lag bei 5.707 TEUR für 2017, bei 5.959 TEUR für 2018 und bei 6.526 TEUR für 2019 (BewGA Seite 57 Tz. 157; das modifizierte Plan-EBITDA für 2017 von 7.811 TEUR greift die Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 30. Oktober 2020 auf, Bl. 808 d.A.). Im Interesse der Vergleichbarkeit müssen konsequenterweise auch die EBITDA-Margen der Jahre 2015 und 2016 durch Umgliederung der Avalprovisionen bereinigt werden, wie geschehen (Bl. 817 d.A.). Die Berechnungen dienen der Ableitung der nachhaltig zu erwartenden EBITDA-Marge. Die methodische Vorgehensweise wurde von der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme nochmals als sachgerecht bestätigt (ErgStN Bl. 849a Seite 42 Tz. 146).

Zum Bewertungsstichtag lag eine modifizierte Planungsrechnung vor. Diese ging für 2017 nur noch von einem EBITDA von 7.045 TEUR (-766,5 TEUR) und von einem EBIT von 4.940 TEUR aus. Das EBITDA und das EBIT für die Planjahre 2018 und 2019 blieben hingegen auch in der durch bewertungstechnische Umgliederung angepassten Planungsrechnung unverändert (Anl. AG 6 Seite 3; vgl. BewGA Seite 57 Tz. 157).

Nach Auffassung der Kammer ist die bei der Stichtagsbetrachtung vorgenommene Reduzierung des Plan-EBITDA 2017 von 7.811 TEUR um 766,5 TEUR auf 7.045 TEUR gegenüber der Ausgangsplanung auf Nachfrage des Kammervorsitzenden (Bl. 720 d.A.) nachvollziehbar erläutert worden: Die von der Antragsgegnerin vorgelegte Gegenüberstellung (Bl. 808 d.A.) zeigt, dass es keine Änderungen bei der Gesamtleistung, bei den sonstigen betrieblichen Erträgen, beim Material- und Personalaufwand gab. Lediglich bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen kam es zu einer Erhöhung des Planansatzes für 2017 um rund 766,5 TEUR. Die Summe wurde von der Antragsgegnerin mit der Erfassung erwarteter Verluste der Opertis GmbH in 2017 (387,5 TEUR), Integrationskosten im Zusammenhang mit der Transaktion (91 TEUR) und Aufwendungen für die Produktionsverlagerung (288 TEUR) erklärt (Bl. 808 ff. d.A.).

Der Erhöhungsbetrag von 766,5 TEUR entspricht zugleich der Summe, die sich aus dem Effekt der zeitlichen Verschiebung von Aufwendungen in Höhe von 563 TEUR und dem Effekt der aktualisierten Einschätzung des Managements zu den um 204 TEUR erhöhten Restrukturierungs- und Integrationskosten ergibt. Hintergrund des *erstgenannten* Effekts (563 TEUR) ist, dass abweichend von der originären Planung in der Bilanz zum 31. Dezember 2016 keine Rückstellungen in Höhe von 563 TEUR (für die Verlagerung der Produktion der Opertis GmbH und für die Verpflichtung zur Unternehmensfortführung) gebildet werden konnte, so dass sich das Ergebnis 2016 c.p. um 563 TEUR erhöhte, dafür aber im Planjahr 2017 keine bereits im Jahr 2016 gebildete Rückstellung erfolgsneutral aufgelöst werden konnte, sobald der Aufwand tatsächlich anfiel, was c.p. zur Verschlechterung des Planergebnisses 2017 um 563 TEUR führte. Hintergrund des *zweitgenannten* Effekts (204 TEUR) ist eine erhöhte Kostenschätzung des Managements. Beides ist in der Ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin nachvollziehbar und verständlich erklärt (ErgStN Bl. 849a Seite 42 ff. Tz. 144 ff., v.a. Tz. 150). Die sachverständige Prüferin hat bestätigt, dass die Zurechnung des Aufwands und die Neutralisierung durch Rückstellungen durch die Bewertungsgutachterin konsistent erfolgt sei. Auf die nachhaltige EBITDA-Marge hatte das im Übrigen keinen Einfluss (ErgStN Bl. 849a Seite 43 Tz. 152 und Tz. 151). Dem ist aus Sicht der Kammer nichts hinzuzufügen.

dd. EBIT

Die Antragsteller 7) bis 10) meinen, die zukunftsbezogenen Annahmen zur „EBIT-Rendite“ seien unter Zugrundelegung der in der Vergangenheit erzielten Wachstumssteigerungen „nicht schlüssig“ (Bl. 29 d.A.). Die Kammer ist dieser Kritik nachgegangen. Sie hat sich als unbegründet erwiesen.

Im Ausgangspunkt ist festzuhalten, dass die Planzahlen zum EBIT nicht abstrakt anhand angenommener Wachstumsraten festgelegt wurden, sondern sich in mehreren Rechenschritten aus anderen, vorstehend bereits erörterten Planzahlen durch Addition bzw. Subtraktion

ergeben. Es gibt keinen Grundsatz, dass eine Planungsrechnung nur dann plausibel wäre, wenn sie im Vergleich zu Vergangenheitszahlen zu stetigen Wachstumsraten beim EBIT führt.

Aus der originären Planungsrechnung vom November 2016 resultiert ein durchgängig steigendes EBIT von 5.826 TEUR für 2017, von 6.029 TEUR für 2018 und von 6.596 TEUR für 2019 (BewGA Seite 49 Tz. 135; PB Seite 52 Tz. 196). Betrachtet man dazu im Vergleich die Vergangenheit, so wird im Bewertungsgutachten ein bereinigtes Ist-EBIT von 1.854 TEUR für 2014 und von 4.300 TEUR für 2015 angegeben (BewGA Seite 39 Tz. 111). Das am Bewertungsstichtag bekannte Ist-EBIT für 2016 belief sich unbereinigt auf 5.972 TEUR (Bl. 529 d.A.) bzw. auf 5.943 TEUR nach Bereinigung durch Umgliederung der Avalprovisionen. Weitere Kürzungen ergeben sich jedoch nach Bereinigung um Sondereffekte aus dem Erwerb der Opertis GmbH (ErgStN Seite 47 Tz. 164 ff.), die man im Interesse der Vergleichbarkeit vornehmen muss, wenn man die Plausibilität der Planungsrechnung in diesem Punkt untersucht. Nimmt man diese Bereinigungen auch bei den Ist-Zahlen 2016 vor, die am Bewertungsstichtag bereits bekannt, wenn auch noch nicht testiert waren, dann muss man konsequenterweise ein um Sondereffekte durch die Opertis-Transaktion bereinigtes EBIT von 5.185 TEUR (9,9% der Gesamtleistung) für 2016 einem entsprechend bereinigten EBIT von 5.707 TEUR (9,8% der Gesamtleistung) für 2017 gegenüberstellen (ErgStN Bl. 849a Seite 48 f. Tz. 165 ff.). Dass die Profitabilität des Unternehmens infolge des 2013 begonnenen Effizienzprogramms „FIT2“ in den Folgejahren stieg, bedeutet nicht, dass man das daraus resultierende absolute oder prozentuale EBIT-Wachstum für die Planjahre oder die weitere Zukunft fortschreiben könnte. Die Planung ist auch in diesem Punkt nicht zu beanstanden.

Die Antragsteller 7) bis 10) verweisen auf eine „sich in der Kapitalflussrechnung widerspiegelnde Ertragskraft“ und darauf, dass der Cashflow nach der Konzernbilanz 2015 mit 9,5 Mio. EUR mehr als das Doppelte des angegebenen EBIT-Wertes betragen habe. Sie fordern Aufklärung der „Diskrepanz zwischen EBIT und Cashflow“ (Bl. 29 d.A.). Das überzeugt nicht und spricht nicht gegen die Planung. Denn das EBIT ist eine buchhalterische Größe, bei der im Gegensatz zum Cashflow nicht zahlungswirksame Abschreibungen berücksichtigt werden. Die Höhe des Cashflow wird durch die Zahlungsströme in der jeweiligen Periode und damit beispielsweise durch höhere Zahlungseingänge auf Forderungen beeinflusst, wie auch von der Antragsgegnerin bezogen auf das Geschäftsjahr 2015 in der Überleitungsrechnung dargelegt (Bl. 547 d.A.). Ein einmalig hoher Cashflow in einem einzelnen Vergangenheitsjahr lässt nicht auf zukünftig hohe betriebliche Erträge und auf die künftige Fähigkeit zu Ausschüttungen aus diesen Erträgen schließen.

5. Beurteilung der Prognose für den „Terminal value“ bzw. die „ewige Rente“ („Phase II“)

a. Grundsätzliche Vorgehensweise und gerichtliche Überprüfung

Der Planungshorizont der Gesellschaft endete bezogen auf den Bewertungsstichtag im Jahr 2019. Eine darüber hinausreichende Planung des Vorstands gab es nicht. Die der Bewertung zugrunde gelegten Zahlen für die Jahre ab 2020 wurden daher von der Bewertungsgutachterin selbständig hergeleitet (BewGA Seite 44 Tz. 113, 114). Sie traf dabei Annahmen hinsichtlich der nachhaltig zu erwartenden Umsatzerlöse und der EBITDA-Marge sowie der erforderlichen Reinvestitionsrate und zur nachhaltigen Wachstumsrate (vgl. zusammenfassend ErgStN Bl. 849a Seite 50 Tz. 171).

Die eigenständige Ableitung der Annahmen für die „ewige Rente“ durch den mit der Bewertung beauftragten Wirtschaftsprüfer entspricht der vom IDW empfohlenen Phasenmethode, denn die Phase der „ewigen Rente“ ist regelmäßig nicht Gegenstand der Unternehmensplanung (IDW Praxishinweis Stand 02. Januar 2017, Rn. 54; vgl. auch IDW S1, Abschnitt 5.3 Tz. 75 ff.). Die Schätzung der Annahmen für die „ewige Rente“ ist in der Bewertungspraxis üblich (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert 3. Aufl. 2018, Seite 295 ff.).

Wie üblich, resultiert ein erheblicher Teil des gesamten Unternehmenswertes nicht aus der Detailplanungsphase, sondern aus den abgezinnten Zahlungsströmen des „Terminal Value“. Der Angemessenheit der Annahmen zum „Terminal Value“ kommt deshalb besondere Bedeutung zu.

Die Antragsteller 23) und 24) behaupten sinngemäß, die Prognose zu den nachhaltigen Erträgen und Ausschüttungen in der Phase der „ewigen Rente“ durch die Bewertungsgutachterin sei eine Besonderheit, eine „besonders wesentliche Gegebenheit“ des Falles (Bl. 147, 165 d.A.). Diese These widerspricht der Bewertungspraxis und der Erfahrung nicht nur der Kammer in vielen anderen Spruchverfahren. Die genannten Antragsteller erläutern auch nicht, wie nach ihrer Vorstellung methodisch stattdessen bei Anwendung des Ertragswertverfahrens bewertet werden soll, wenn wie üblich der Planungshorizont des zu bewertenden Unternehmens zeitlich begrenzt ist.

b. Zu den Werten im Einzelnen

aa. Schätzung des nachhaltigen Umsatzes und der nachhaltigen Gesamtleistung

Zur Schätzung der nachhaltigen, in der Phase der ewigen Rente zu erwartenden Gesamtleistung des Konzerns hat die Bewertungsgutachterin auf den Durchschnitt der Planzahlen der drei Planjahre 2017 bis 2019 abgestellt und so – Stand Dezember 2016 – einen Wert von 59.766 TEUR für die Gesamtleistung im „terminal value“ errechnet (BewGA Seite 56 Tz. 153; Seite 57 Tz. 157). Sie hat diesen Wert auch in der aktualisierten Stichtagsberechnung aufrecht erhalten,

wie das unveränderte nachhaltige EBITDA trotz eines niedrigeren modifizierten Plan-EBITDA 2017 zeigt (Anl. AG 6 Seite 3).

Die Durchschnittsbildung aus den Planzahlen der Detailplanungsphase zur Schätzung der nachhaltig erzielbaren Gesamtleistung ist im vorliegenden Fall nicht zu beanstanden.

In der betriebswirtschaftlichen Literatur werden für die Ableitung eines nachhaltigen Zukunftserfolges („eingeschwungener Zustand“ bzw. „Gleichgewichts- oder Beharrungszustand“, vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 - 20 W 7/11 -, Rn. 440, juris) verschiedene Vorschläge unterbreitet: die Fortschreibung des letzten Detailplanungsjahres, die Bildung eines Durchschnittswertes aus dem gesamten Detailplanungszeitraum oder die mittelbare Anknüpfung an die Detailplanungsphase (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl. 2018, 17.11.2 Seite 316 ff. mit kritischen Anmerkungen und m.w.N.). Festzuhalten ist somit: Eine Durchschnittsbildung aus dem gesamten Detailplanungszeitraum wird betriebswirtschaftlich nicht als unüblich oder methodisch fragwürdig angesehen, sondern – sicherlich abhängig vom Einzelfall des konkret zu bewertenden Unternehmens – sogar als Methode zur Schätzung einer Planzahl für die „ewige Rente“ vorgeschlagen.

Wenn das zu bewertende Unternehmen in einer konjunkturabhängigen Branche tätig ist, muss das für die ewige Rente zugrunde gelegte Ergebnis dem eines „durchschnittlichen“ Jahres entsprechen, weil andernfalls Boom- oder Rezessionsphasen des Zyklus als Dauerzustand in die Zukunft fortgeschrieben werden, was zu unrealistischen Ergebnissen führt (OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 - 31 Wx 88/06 -, Rn. 23, juris; vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 17. September 2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG –, Rn. 398, juris). Ziel aller Überlegungen muss stets sein, das „nachhaltige Ergebnis“ für die ewige Rente abschätzen zu können (vgl. die Formulierung von Wirtschaftsprüfer | Bl. 1051 d.A.).

Die Durchschnittsbildung bedeutet, anders als etwa von Antragstellerin 30) dargestellt (Bl. 243 d.A.), kein „schlagartiges Einknicken“ des Umsatzes „ausgerechnet“ in der Phase der „ewigen Rente“. Sie wurde sachlich begründet.

Die sachverständige Prüferin betont im Prüfungsbericht bezüglich der zugrunde gelegten nachhaltigen Gesamtleistung, dass die Analyse der Planungstreue gezeigt habe, dass die Gesellschaft in der Vergangenheit die Gesamtleistung ambitioniert geplant habe und die geplanten Werte jeweils nicht erreicht werden konnten. Die angenommene nachhaltige Gesamtleistung liege über der Gesamtleistung laut Hochrechnung für 2016 und noch über dem geplanten Wert für 2017 und sei „vertretbar“ (PB Seite 67 f. Tz. 250, 251).

Eine eigene Analyse der Plan-Ist-Abweichungen 2014, 2015 und 2016 (unter Verwendung der Ist-Zahlen anstelle der Hochrechnung vom Dezember 2016) durch die Kammer bestätigt, dass

die Gesellschaft die budgetierte Gesamtleistung in keinem einzigen dieser Geschäftsjahre erreicht hat, tendenziell also in Bezug auf diese Position ambitioniert geplant bzw. budgetiert hat:

In TEUR	2014		Abweichung		2015		Abweichung		2016		Abweichung	
	Budget	Ist	Plan-Ist	prozentual	Budget	Ist	Plan-Ist	prozentual	Budget	Ist *	Plan-Ist	prozentual
Umsatzerlöse	51.815	50.266	- 1.549	-2,99%	53.751	50.828	- 2.923	-5,51%	55.260	50.730	- 4.530	-8,20%
Gesamtleistung	54.888	51.021	- 3.867	-7,05%	54.956	52.091	- 2.865	-5,21%	56.418	52.382	- 4.036	-7,15%
EBITDA II, Rechnungslegung	5.747	4.640	- 1.107	-19,26%	6.442	6.467	25	0,39%	7.252	7.991	739	10,18%
EBIT II, Rechnungslegung	2.979	1.854	- 1.125	-37,76%	4.184	4.300	116	2,77%	5.366	5.972	606	11,29%
Periodenergebnis nach Ertragsteuern II, Rechnungslegung	1.484	821	- 663	-44,68%	2.184	2.526	342	15,66%	3.182	3.994	802	25,13%

* Quelle: Konzernabschluss zum 31.12.2016 aus dem Unternehmensregister, www.unternehmensregister.de. Übrige Zahlen: BewGA Seite 47 Tz. 127. Die dem BewGA entnommenen, oben aufgeführten Ist-Zahlen 2015 stimmen mit den im Konzernabschluss 2016 wiedergegebenen überein. Berechnung des EBITDA 2016 (Ist): aus im Konzernabschluss 2016 angegebenem EBIT zuzüglich Positionen Abschreibungen. Berechnungen sind Eigenberechnungen der Kammer.

Die im jeweiligen Geschäftsjahr tatsächlich erreichte Gesamtleistung liegt mehr als 5% (2015) bzw. sogar mehr als 7% (2014 und 2016) unter Plan- bzw. Budgetwert. Soweit es um die Planwerte zur Gesamtleistung 2017, 2018 und 2019 geht, wird auf die obige Erörterung verwiesen. Der durch Akquisition der Opertis GmbH erreichbare Umsatzsprung ist in der geplanten Gesamtleistung der Detailplanungsphase berücksichtigt.

Aufgrund dieses Befundes hält auch die Kammer die Heranziehung eines Durchschnittswerts aus den Planwerten der Detailplanungsphase für eine sachgerechte Grundlage zur Schätzung der nachhaltig erzielbaren Gesamtleistung.

Zu Recht hat deshalb der Terminsbevollmächtigte der Antragstellerin (18) im Termin zur Anhörung am 31. Mai 2022 erklärt, dass er das Niveau der Umsatzerlöse am Ende der Detailplanungsphase akzeptiere (Bl. 1044, 1050 d.A.). Die von einzelnen Antragstellern vor der Anhörung schriftsätzlich (wohl) geforderte Fortschreibung (also: Erhöhung) der für das letzte Planjahr 2019 geplanten Gesamtleistung in der „ewigen Rente“ (so etwa Antragsteller 27) und 28), Bl. 209 d.A.) hätte bedeutet, eine auf einen überschaubaren Zeitraum bezogene, bereits ambitionierte Planung des Unternehmens linear oder gar exponentiell fortzuschreiben und diese Fortschreibung als nachhaltig zu unterstellen, obwohl gerade im vorliegenden Fall schon die „nachhaltigen“ Plan-/Budget-Ist-Unterschreitungen der jüngsten Vergangenheit in Bezug auf Umsatz und Gesamtleistung (2014 bis 2016) für eine gebotene Skepsis sprechen, ob die unternehmenseigene Planung diesbezüglich tatsächlich erreichbar ist. Bei dieser Ausgangslage würde zur Überzeugung der Kammer eine – nochmalige erhöhende oder wie auch immer gestaltete – isolierte Fortschreibung des Umsatzes oder der Gesamtleistung des letzten Detailplanungsjahrs zu Werten führen, die nicht mehr zu nachhaltig erzielbaren Werten eines „Durchschnittsjahrs“ der Zukunft passen.

Auch aus der bereits erwähnten Marktstudie von Mario Fischer (Bl. 1022 d.A.) ergeben sich keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass in der Branche, in der die Gesellschaft tätig ist, nachhaltig mit exorbitant hohen Umsatzsteigerungen zu rechnen wäre. Die Kammer erwartet, dass eher eine gewisse Marktsättigung eintreten wird bzw. bereits eingetreten ist.

Der Rückgriff auf den Durchschnittswert als Grundlage einer als nachhaltig eingeschätzten Gesamtleistung ist daher nicht zu beanstanden und sachgerecht.

bb. Schätzung des nachhaltigen EBITDA und des nachhaltigen EBIT

Ausgehend von der anhand Durchschnittsbildung geschätzten Gesamtleistung, hat die Bewertungsgutachterin auch das nachhaltige EBITDA anhand einer durchschnittlichen, auf die Gesamtleistung bezogenen EBITDA-Marge errechnet.

aaa. Richtigstellung

Soweit die Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten ausgeführt hatte, dass sie das nachhaltige EBITDA „aus für die ewige Rente prognostizierten Umsatzerlösen abgeleitet“ habe (BewGA Seite 56 Tz. 154), hätte an dieser Stelle richtigerweise von der Gesamtleistung die Rede sein müssen statt von Umsatzerlösen. Dass die Bewertungsgutachterin auch tatsächlich so vorgegangen ist und zur Festlegung des nachhaltigen EBITDA rechnerisch zutreffend und in sich konsistent von der Gesamtleistung ausgegangen ist, belegen auch die Werte in der im Bewertungsgutachten abgedruckten Tabelle (BewGA Seite 56 Tz. 157). Es handelte sich lediglich um eine Fehlbezeichnung im Textteil des Gutachtens, die jedoch keine Auswirkungen auf die Abfindungshöhe hatte (vgl. Beschluss vom 25. Mai 2020, Seite 11 Frage 8 und Antwort der Antragsgegnerin, Bl. 722, 823 d.A.).

bbb. Methodische Vorgehensweise nicht zu beanstanden

Die Schätzung der nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,6% durch die Bewertungsgutachterin im Bewertungsgutachten beruht auf einer Durchschnittsbildung der Jahre 2015 und 2016 (Stand: Hochrechnung) und der Planjahre 2017 bis 2019 (Stand: Planungsrechnung vom November 2016; vgl. BewGA Seite 56 Tz. 154). Einige Antragsteller und der gemeinsame Vertreter kritisieren diese Vorgehensweise und fordern stattdessen den Ansatz der nach den Planzahlen 2019 erreichten EBITDA-Marge von 14,4% (etwa Antragstellerin 23 auch unter Bezugnahme auf Angaben im Jahresabschluss der Mehrheitsaktionärin 2015, Bl. 149, 151 d.A.; Antragsteller 18, Bl. 662 und nochmals Bl. 879 d.A. sowie im Anhörungstermin, Bl. 1050 d.A.; zu den Ausführungen des gemeinsamen Vertreters Bl. 695 ff. d.A.). Die Antragsteller 23) und 24) halten die gewählte Vorgehensweise für „willkürlich“ (Bl. 149, 167 d.A.).

Die sachverständige Prüferin hat die angenommene nachhaltige EBITDA-Marge von 13,6% im Prüfungsbericht vom 29. Dezember 2016 als „vertretbar und angemessen“ bezeichnet und ausgeführt, sie halte höhere Werte „vor dem Hintergrund der Wettbewerbssituation dauerhaft für nicht sachgerecht“ (PB Seite 68 Tz. 252). In der Ergänzenden Stellungnahme hat sie sich mit der oben erwähnten Kritik detailliert auseinandergesetzt (ErgStN Bl. 849a Seite 51 Tz. 176 ff.). Zudem haben die Wirtschaftsprüfer und bei ihrer Anhörung am 31. Mai

2022 die Argumente für die Vertretbarkeit und Plausibilität der als nachhaltig angesetzten EBITDA-Marge noch einmal vorgetragen und ergänzt (Bl. 1050 ff. d.A.).

Der Ansatz einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,6% ist im Ergebnis nicht zu beanstanden. Selbst wenn man stattdessen – ebenfalls vertretbar – von einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,7% ausginge, ergäbe sich für die Minderheitsaktionäre hieraus keine Erhöhung der Abfindung (dazu unten).

Erstens ist festzuhalten: Der Verzicht auf die ursprünglich geplante Rückstellungsbildung im Jahr 2016 wegen zu erwartender Verluste aus der „Opertis“-Transaktion und die Verschiebung sonstiger betrieblicher Aufwendungen in Höhe von 766,5 TEUR aus den Zahlen der ursprünglichen Hochrechnung für 2016 in das Planjahr 2017 – teils aus bilanziellen Gründen – führten zwar zu einem niedrigeren Plan-EBITDA 2017 als ursprünglich veranschlagt, aber gleichzeitig zu einer höheren Ist-EBITDA-Marge in 2016 (Bl. 808 f. d.A.). Weil man bei der Durchschnittsbildung zur Einschätzung der nachhaltigen EBITDA-Marge nicht nur die Planjahre 2017 bis 2019, sondern auch die Zahlen für 2015 und 2016 einbezog, weil man außerdem Sondereffekte bei den Berechnungen zur Ableitung der nachhaltigen EBITDA-Marge eliminierte (dazu noch später) und weil man auch nach Vorliegen der aktualisierten Planungsrechnung zum Bewertungsstichtag (vgl. oben) beim Ansatz der nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,6% blieb, wirkte sich die Verschiebung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in der Planungsrechnung von 2016 auf 2017 bei der Ermittlung der nachhaltigen EBITDA-Marge nicht zum Nachteil der ehemaligen Minderheitsaktionäre aus.

Zweitens: Das nachhaltige Ergebnis soll das im Durchschnitt langfristig zu erwartende Ergebnisniveau in einem Gleichgewichts- oder Beharrungszustand widerspiegeln (IDW S1 von 2008, Tz. 78). Es repräsentiert damit sowohl Geschäftsjahre mit einer besonders positiven als auch solche mit einer besonders negativen wirtschaftlichen Entwicklung. Eine unreflektierte Übernahme der Planung des letzten Jahres des Detailplanungszeitraums für die Phase der ewigen Rente kommt deshalb nicht in Betracht (ErgStN Bl. 849a Seite 52 Tz. 178 unter Verweis auf IDW Praxishinweis 2/2017 Tz. 54). Es wäre zumindest begründungsbedürftig (nach Auffassung der sachverständigen Prüfer, sogar „unangemessen“, ErgStN Bl. 849a Seite 52 Tz. 178), eine besonders hohe Marge etwa des letzten Planjahres des Detailplanungszeitraums als nachhaltige Marge dauerhaft fortzuschreiben. An der fehlenden Nachhaltigkeit der isoliert betrachteten EBITDA-Marge des letzten Detailplanungsjahres ändert auch das Schlagwort von der „verdienten Marge“ (Bl. 1050 d.A.) nichts. Das gilt insbesondere, wenn wie hier klar ist, dass die sich für das letzte Detailplanungsjahr (hier 2019) ergebende EBITDA-Marge von 14,4% in der Vergangenheit vor dem Bewertungsstichtag in keinem Fall jemals realisiert worden ist, worauf Wirtschaftsprüfer bei der Anhörung hingewiesen hat (Bl. 1051 d.A.), und wenn es auch keine Kostensenkungsprogramme oder dergleichen gibt, die über den

Detailplanungszeitraum hinaus „auf ewig“ eine Sicherung und Beibehaltung mindestens der EBITDA-Marge des letzten Detailplanungsjahres als höchster, in der Vergangenheit aber nie erreichter „Plan-Marge“ garantieren oder auch nur als überwiegend wahrscheinlich erscheinen lassen könnte. Es gibt keinen Erfahrungssatz dergestalt, dass bei einer Unternehmensplanung zu vermuten oder davon auszugehen wäre, dass die anhand der Planzahlen des letzten Detailplanungsjahres rechnerisch ermittelbare oder im Wege der Schätzung durch das Management für dieses Planjahr veranschlagte EBITDA-Marge stets als nachhaltig anzusehen wäre. Eine solche Vermutung der „richtigen“, nachhaltigen EBITDA-Marge gerade mit dem letzten Planjahr zu verbinden, wäre vielmehr in den weitaus meisten Fällen unrealistisch. Soweit der Terminsbevollmächtigte der Antragstellerin 18) im Anhörungstermin ohne Beleg auf eine angebliche Entscheidung des LG Hannover verwiesen hat, aus der sich ergebe, dass Abweichungen von der Marge im letzten Detailplanungsjahr eine „Begründungspflicht“ auslösten (Bl. 1053 d.A.), ist Wirtschaftsprüfer () dem überzeugend mit dem Hinweis entgegengetreten, so etwas werde man so nicht in der Bewertungsliteratur finden (Bl. 1053 d.A.). Gegen die These, es müsse unbedingt an die EBITDA-Marge des letzten Detailplanungsjahres angeknüpft werden, spricht schließlich auch die Tatsache, dass bei der Unternehmensbewertung in geeigneten Fällen gelegentlich ein „Dreiphasen“-Modell verwendet wird, bei dem im Anschluss an die Detailplanungsphase noch vor der Phase der „ewigen Rente“ eine Konvergenzphase eingeschaltet wird, um die Herleitung nachhaltiger Ergebnisse und Überschüsse transparenter zu machen. Das wäre nicht erforderlich, wenn man stets unterstellen müsste, dass sich die Zahlen des letzten Detailplanungsjahres bereits im „eingeschwungenen Zustand“ befinden (vgl. IDW S 1).

Die Schätzung der nachhaltigen EBITDA-Marge im Wege der Durchschnittsbildung ist daher methodisch nicht zu beanstanden, sachlich begründet und keinesfalls „willkürlich“, wie von Antragstellern teilweise angenommen.

Drittens: Gegen eine Beschränkung auf die EBITDA-Margen, die sich anhand der Planzahlen für die Jahre 2017 bis 2019 ergeben, und für die Einbeziehung der EBITDA-Margen der Jahre 2015 und 2016 in die Durchschnittsbildung sprach im vorliegenden Fall, dass die Margen der Jahre 2015 und 2016 tatsächlich realisiert worden sind, während es sich bei den anderen einbezogenen Margen lediglich um geplante und damit unsichere, nicht realisierte Werte handelt (ErgStN Bl. 849a Seite 54 Tz. 54).

Der Ansatz einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,6% bedeutet, dass gegenüber den Vergangenheitszahlen ein deutlicher Margensprung als nachhaltig berücksichtigt wurde, was auch sachgerecht war:

Im Jahr 2014 hatte der Konzern mit dem Effizienzprogramm „FIT2“ begonnen, das sich insbesondere bei Material- und Personalaufwendungen niederschlug (vgl. PB Seite 50 Tz. 190)

und zu einem gezielten Bestandsabbau bei Fertigerzeugnissen führte (vgl. Konzernjahresabschluss zum 31. Dezember 2015). Die konsistent zu den oben genannten Zahlen bereinigte EBITDA-Marge lag damals noch bei 10,4% (Bl. 827 d.A.; ErgStN Bl. 849a Seite 53 Tz. 183).

Bereits 2015 hatte sich die Geschäftsentwicklung des Konzerns im Vergleich zu 2014 deutlich verbessert. Ursächlich waren neben einer gestiegenen Gesamtleistung auch reduzierte Aufwendungen insbesondere im Personalbereich, u.a. durch „fluktuationsbedingte Personalreduzierungen bei der GET-Gruppe“. Das EBITDA hatte sich um rund 1,8 Mio. EUR auf 6.467 TEUR (unbereinigt) bzw. 6.804 TEUR (bereinigt) verbessert (vgl. Bl. 827 d.A.).

Für 2016 prognostizierte die Gesellschaft im Konzernabschluss einen „moderaten Anstieg beim EBIT und EBITDA“ (Konzernjahresabschluss zum 31. Dezember 2015, Quelle: www.unternehmensregister.de; zur EBITDA-Entwicklung vgl. BewGA Seite 39 Tz. 111). Tatsächlich konnte das EBITDA zum 31. Dezember 2016 um rund 1,5 Mio. EUR auf 7.991 TEUR (unbereinigt) bzw. auf 7.962 TEUR (bereinigt) gesteigert werden (Bl. 827 d.A.).

Ausgehend von den Zahlen laut Rechnungslegung war es gegenüber 2014 ab 2015 zu einer deutlichen Erhöhung der EBITDA-Marge von rund 9% auf über 12% gekommen, wie die folgenden Zahlen zeigen:

in TEUR	2014 Ist	in % der Gesamtleistung	2015 Ist	in % der Gesamtleistung	2016 Ist *	in % der Gesamtleistung
Umsatzerlöse	50.266		50.828		50.730	
Gesamtleistung	51.021	100,00%	52.091	100,00%	52.382	100,00%
EBITDA lt. Rechnungslegung	4.640	9,09%	6.467	12,41%	7.991	15,26%
EBIT lt. Rechnungslegung	1.854	3,63%	4.300	8,25%	5.972	11,40%
Periodenergebnis nach Ertragsteuern lt. Rechnungslegung	821	1,61%	2.526	4,85%	3.994	7,62%

* Quelle: Konzernabschlüsse zum 31.12.2014 und 31.12.2016 aus dem Unternehmensregister, www.unternehmensregister.de. Vgl. auch BewGA Seite 47 Tz. 127 (mit Ausnahme der dort nicht angegebenen Ist-Zahlen 2016). Berechnung des EBITDA 2016 (Ist): aus im Konzernabschluss 2016 angegebenem EBIT zuzüglich Position Abschreibungen. Berechnungen sind Eigenberechnungen der Kammer.

Bereinigt man die EBITDA-Zahlen lediglich um die in den Konzernabschlüssen angegebenen Sondereffekte, so ergibt sich folgendes Bild:

in TEUR	2014 Ist	Berücksichtigung Sondereffekte	in % der Gesamtleistung	2015 Ist	Berücksichtigung Sondereffekte	in % der Gesamtleistung	2016 Ist *	Berücksichtigung Sondereffekte	in % der Gesamtleistung
Umsatzerlöse	50.266			50.828			50.730		
Gesamtleistung	51.021		100,00%	52.091		100,00%	52.382		100,00%
EBITDA lt. Rechnungslegung	4.640		9,09%	6.467		12,41%	7.991		15,26%
Sondereffekte lt. Konzernrechnungslegung					652			632	
EBITDA nach Bereinigung dieser Sondereffekte					7.019	13,47%		7.359	14,05%
EBIT lt. Rechnungslegung	1.854		3,63%	4.300		8,25%	5.972		11,40%
Periodenergebnis nach Ertragsteuern lt. Rechnungslegung	821		1,61%	2.526		4,85%	3.994		7,62%

* Quelle: Konzernabschlüsse zum 31.12.2014 und 31.12.2016 aus dem Unternehmensregister, www.unternehmensregister.de. Vgl. auch BewGA Seite 47 Tz. 127 (mit Ausnahme der dort nicht angegebenen Ist-Zahlen 2016). Berechnung des EBITDA 2016 (Ist): aus im Konzernabschluss 2016 angegebenem EBIT zuzüglich Position Abschreibungen. Berechnungen sind Eigenberechnungen der Kammer.

Dass man für Bewertungszwecke zur Schätzung der nachhaltigen EBITDA-Marge in der ewigen Rente weitere (rechnerische) Bereinigungen vorgenommen hat, die im Schriftsatz der

Antragsgegnerin vom 30. Oktober 2020 (Seite 27, Bl. 826 d.A.) dargestellt wurden, ist nicht zu beanstanden, denn hier geht es um eine möglichst sachgerechte Schätzung der nachhaltigen EBITDA-Marge, die nicht durch periodenfremde Umsatz- und Ergebniseffekte verzerrt ist.

Die Antragstellerin 18) meint, Ausführungen der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme in Bezug auf die Erreichung des Gleichgewichts- und Beharrungszustands bezüglich der nachhaltigen EBITDA-Marge stünden im Widerspruch zu Ausführungen „der Antragsgegnerin im Bewertungsgutachten“ (Bl. 879 d.A.). Festzuhalten ist zunächst: Ausführungen im Bewertungsgutachten sind nicht Ausführungen der Antragsgegnerin, sondern der Bewertungsgutachterin. Es ist außerdem gerade nicht Aufgabe der sachverständigen Prüferin, einen etwaigen Widerspruch zur Meinung der Bewertungsgutachterin zu vermeiden, wenn sie es für angezeigt hält, einen abweichenden Standpunkt zu vertreten. Die Antragstellerin 18) rügt angebliche Widersprüche, andere Antragsteller behaupten sinngemäß eine kritiklose Hinnahme der Ergebnisse der Bewertungsgutachterin angeblich ohne eigenständige Prüfung; beide Vorwürfe sind hier nicht gerechtfertigt. Fakt ist im Übrigen: Die Bewertungsgutachterin spricht von einer kontinuierlichen Margenverbesserung in den letzten beiden Jahren und erwähnt, dass die Gesellschaft auch für die kommenden Jahre mit weiteren Profitabilitätsgewinnen geplant habe (BewGA Seite 56 Tz. 154), gibt allerdings nicht konkret an, aus welchen geplanten Maßnahmen sich eine weitere Verbesserung der EBITDA-Marge in Zukunft ergeben soll. Die sachverständige Prüferin weist demgegenüber auf die im Vergleich zu früheren Jahren signifikante Verbesserung der Kostenstruktur durch Kosteneffizienzprogramme in der jüngeren Vergangenheit und auf die (auch aus der obigen Tabelle ersichtliche) Erreichung des budgetierten EBITDA in den Jahren 2015 und 2016 trotz negativer Planabweichung bei der Gesamtleistung hin (PB Seite 68 Tz. 252); Wirtschaftsprüfer hat für die sachverständige Prüferin bei der Anhörung aber sinngemäß auch deutlich gemacht, dass der Effekt aus dem Kostenoptimierungsprogramm 2013 nicht ewig anhalten wird und man bei nachlassendem Effekt, also Verringerung der Marge, ein neues Programm benötige, um wieder höhere Margen zu erreichen. Es bedürfe in jedem Fall weiterer Anstrengungen, um die Planzahlen, wie sie vom Unternehmen für die Detailplanungsphase vorgesehen waren, tatsächlich auch zu erreichen (Bl. 1051 d.A.). Die Annahme, dass Maßnahmen des Kostensenkungsprogramms „FIT 2013“ bereits 2014 abgeschlossen waren, widerspricht einerseits nicht der Planung weiterer Profitabilitätsgewinne in den Planjahren 2017 bis 2019 (etwa aus der 2013 noch nicht berücksichtigten, erst 2016 / 2017 vollzogenen Einbindung der Opertis GmbH in den Konzern nach der mit Kosten verbundenen Produktionsverlagerung), bedeutet aber andererseits auch nicht, dass die im Bewertungsgutachten angedeuteten „weiteren Profitabilitätsgewinne“ (aus dort nicht näher bezeichneten weiteren Maßnahmen), von denen das Management ausging, „sicher“ zu realisieren waren. Hier handelt es sich eben nur um Planzahlen, in denen sich die Hoffnung auf eine weitere Margenerhöhung bis 2019 niederschlug.

Die Kammer hat den Geschäftsführer der Gesellschaft, im Termin am 31. Mai 2022 nach der möglichen Herkunft weiterer Profitabilitätsgewinnen gefragt, wie sie in den Zahlen für den Detailplanungszeitraum veranschlagt sind bzw. zum Ausdruck kommen. hat hierzu erklärt, dass es drei verschiedene Ertragsflüsse im Unternehmen gebe, nämlich aus Projekten (nach dem Verständnis der Kammer also Projektumsätze), aus Produkten (im Wesentlichen also wohl Handelsumsätze und Margen aus selbsterstellten Komponenten im Rahmen der vertikalen Wertschöpfungskette), und aus Wartungsverträgen. Ein Margenwachstum erziele man durch das Wachstum der wiederkehrenden Erträge, womit insbesondere Wartungsverträge gemeint seien (Bl. 1051 d.A.). Das steht im Einklang mit den Ausführungen im Bewertungsgutachten, wonach man im Detailplanungszeitraum infolge einer Veränderung im Produktmix („Ausbau der Dienstleistungen sowie Softwaregeschäft“) von einer leichten Reduzierung der Materialaufwandsquote sowie von Effizienzgewinnen in der Produktion durch eine Produktionsplattform ausging (BewGA Seite 53 Tz. 143).

Höhere Margen ließen sich, wie von ausgeführt, insbesondere durch eine Verschiebung innerhalb des Produktmixes hin zu lukrativeren Wartungsaufträgen erreichen. Wie bereits im Zusammenhang mit der Detailplanungsphase erläutert, war es der Gesellschaft aber schon in der Vergangenheit nicht gelungen, bei den Umsätzen aus Wartungsverträgen ähnlich hohe Wachstumsraten zu erzielen wie etwa bei Projektumsätzen. Im Rahmen der Projektakquisition gab es zwar das strategische Ziel, auch Wartungsverträge mit dem jeweiligen Kunden abzuschließen (ErgStN Bl. 849a Seite 28 Tz. 90). Wie bereits ausgeführt, waren die Kunden nach dem Geschäftsmodell der Gesellschaft aber nicht gezwungen, bei oder nach dem Erwerb von Produkten und der Realisierung von Zutrittskontrollsystemen der Gesellschaft auch langjährige Wartungsverträge gerade mit der Gesellschaft zu schließen. Für die Wartung ihrer Anlagen konnten sie sich auch an Drittanbieter wenden. In jüngster Zeit vor dem Bewertungsstichtag war in den Ist-Zahlen ein Einbruch bei den Wartungsumsätzen zu verzeichnen (zu den Zahlen ErgStN Bl. 849a Seite 21 Tz. 69), zu dem es infolge der Beendigung eines großen Wartungsvertrages eines Kunden in Belgien im Jahr 2016 gekommen war (Wirtschaftsprüfer nannte einen Umsatzwegfall in einer Größenordnung von einer halben Million Euro als Folge, Bl. 1049 d.A.). Das veranschaulicht, dass die Gesellschaft nicht „sicher“, nicht ohne Weiteres und nicht ohne besonderes Zutun mit einem dauerhaften Wachstum margenstarker Wartungsaufträge bei mehrjähriger Vertragsdauer rechnen konnte, schon gar nicht parallel zu den Projektumsätzen. Die sachverständige Prüferin hat dementsprechend in der Ergänzenden Stellungnahme ausgeführt, dass es bereits in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag schwierig war, Wartungsverträge in der gewünschten Größenordnung abzuschließen (ErgStN Bl. 849a Seite 28 Tz. 90).

Aus diesem Grund ist nach Einschätzung der Kammer auch erhebliche Skepsis angebracht, was die Planzahlen der Detailplanungsphase bis 2019 in Bezug auf die Marge insgesamt anbelangt.

Die Kammer sieht es als unwahrscheinlich an, dass die in der Vergangenheit nie erreichte, für das Planjahr 2019 geplante EBITDA-Marge von 14,4% nachhaltig erzielbar gewesen wäre. Eine solche Marge kann deshalb nicht als nachhaltig zugrunde gelegt werden.

An dieser Einschätzung vermögen auch die Ausführungen des Bevollmächtigten der Antragstellerin 18) im Anhörungstermin nichts zu ändern, die so verstanden wurden, dass vermeintlich ein „nachhaltiger Produktmix“ existiere, verbunden mit der sinngemäßen Frage, ob ein solcher „nachhaltiger Produktmix“ mit einer sich nicht mehr ändernden Verteilung der Umsatzerlöse bereits im letzten Detailplanungsjahr – hier: 2019 – erreicht worden sei (Bl. 1054 d.A.). Die Kammer hält die Annahme, dass ein Unternehmen einen „nachhaltigen“, sich also nicht mehr ändernden Produktmix erreichen könne, bei einem Unternehmen, das in einer Marktwirtschaft ständig im Wettbewerb mit anderen Unternehmen steht und sich ständig bewähren muss, um nicht Marktanteile zu verlieren, für ein unrealistisches theoretisches Szenario. Überzeugend hat Wirtschaftsprüfer darauf hingewiesen, dass sich nahezu in allen Branchen der Produktmix ständig ändere (Bl. 1054 d.A.). Die Frage nach einem „nachhaltigen Produktmix“ oder einem Szenario, in dem sich – bezogen auf die primion Technology AG – die Anteile von Projekt- und Wartungsumsätzen am Gesamtumsatz praktisch nicht mehr ändern, ist vor diesem Hintergrund auch vollkommen ergebnislos, um einen Schätzwert für eine nachhaltige EBITDA-Marge zu ermitteln.

Indem man bei der nachhaltigen EBITDA-Marge nicht nur vom Durchschnitt der Planjahre 2017 bis 2019 ausging, sondern auch die Ist-Zahlen der Jahre 2015 und 2016 mit einbezog, „belastete“ man nicht etwa die EBITDA-Marge im Terminal Value durch nicht sachgerechte „Abzüge“ (diesen Eindruck erweckt allerdings die Antragstellerin 18), Bl. 879 d.A.), sondern führte die EBITDA-Margen der Planjahre 2017 bis 2019 und die tatsächlich realisierten Vergangenheitsergebnisse in Bezug auf die EBITDA-Marge zu einem möglichen, realistischeren eingeschwungenen Zustand in der ewigen Rente zusammen. Den von der Antragstellerin 18) angedeuteten vermeintlichen Widerspruch (Bl. 879 d.A.) vermag die Kammer nicht zu erkennen.

Die vorstehenden Erwägungen sprachen im vorliegenden Fall dafür, in die Durchschnittsbildung zur Ermittlung der nachhaltigen EBITDA-Marge nicht nur die Planjahre 2017 bis 2019, sondern auch die Ist-Ergebnisse der Jahre 2015 und 2016 einzubeziehen, um einen realistischen Schätzer zu erreichen.

Es besteht kein Anlass, die Entwicklung der sich aus den Planzahlen 2017 bis 2019 ergebenden EBITDA-Margen und die Entwicklung der historischen EBITDA-Margen von 2014 bis 2015 oder 2016 linear fortzuschreiben. Denn der Effekt des Effizienzprogramms erschöpft sich. Es gibt keine konkreten tatsächlichen Anhaltspunkte für das Vorhandensein etwaiger weiterer in der jüngsten Vergangenheit vor dem Bewertungsstichtag noch nicht umgesetzter oder in den Planzahlen

veranschlagter zusätzlicher Kostensenkungsmaßnahmen, deren ergebnissteigernde Wirkung auch im Terminal Value unendlich anhalten und sich potenzieren könnte.

Viertens: Bereinigt um Avalprovisionen, ergeben sich für die Planjahre 2017 bis 2019 EBITDA-Margen von 12,1%, von 13,7% und von 14,4% (Bl. 817 d.A.). Der Durchschnitt der im Detailplanungszeitraum 2017 bis 2019 geplanten EBITDA-Margen liegt demnach nur bei 13,4%. Die als nachhaltig angesetzte EBITDA-Marge von 13,6% ist höher als dieser Durchschnitt.

Bezieht man noch die bereinigten Ist-Werte des EBITDA für 2015 und 2016 von 13,1% und 15,2% in die Durchschnittsbildung ein, die im Schriftsatz der Antragsgegnerin vom 30. Oktober 2020 unter Aufschlüsselung der Vergangenheitsbereinigungen dargestellt (Bl. 827 d.A.) und deren rechnerische Herleitung im Folgenden abgedruckt ist,

Bereinigung der Ertragslage

in Tsd. EUR	2014 Ist	2015 Ist	2016 Ist	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan
Gesamtleistung (unbereinigt)	51.021	52.091	52.382	58.068	59.956	61.275
1 Anpassung der Lagerabwertung (Bestandsveränderungen)	330	18	-	-	-	-
Gesamtleistung (bereinigt)	51.351	52.109	52.382	58.068	59.956	61.275
EBITDA (unbereinigt)	4.640	6.467	7.991	7.164	8.275	8.883
<i>hierzu: rechnerische EBITDA-Marge</i>	<i>9,1%</i>	<i>12,4%</i>	<i>15,3%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,5%</i>
1 Anpassung der Lagerabwertung (Bestandsveränderungen)	330	18	-	-	-	-
1 Anpassung der Lagerabwertung (Materialaufwand)	257	62	-	-	-	-
EBITDA (bereinigt, vor Sondereffekten)	5.227	6.547	7.991	7.164	8.275	8.883
<i>hierzu: rechnerische EBITDA-Marge</i>	<i>10,2%</i>	<i>12,6%</i>	<i>15,3%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,5%</i>
2 Versicherungsschäden	164	47	83	-	-	-
2 Versicherungsentschädigungen	(164)	(47)	(83)	-	-	-
3 Aufwendungen aus der Bildung von Wertberichtigungen	148	129	-	-	-	-
3 Erträge aus der Auflösung von Wertberichtigungen	(99)	(148)	(129)	-	-	-
4 Erträge aus Anlageverkäufen	(17)	-	(5)	-	-	-
5 Aufwendungen aus der Bildung von Rückstellungen	84	2	-	-	-	-
5 Erträge aus der Auflösung von Rückstellungen	(20)	(84)	(2)	-	-	-
6 Bildung einer Rückstellung für Prozessrisiken	-	375	-	-	-	-
7 Abfindungen	225	158	262	-	-	-
8 Subventionen	(33)	-	-	-	-	-
EBITDA (bereinigt, nach Sondereffekten)	5.515	6.979	8.117	7.164	8.275	8.883
<i>hierzu: rechnerische EBITDA-Marge</i>	<i>10,7%</i>	<i>13,4%</i>	<i>15,5%</i>	<i>12,3%</i>	<i>13,8%</i>	<i>14,5%</i>
9 Umgliederung Avalprovisionen	(153)	(175)	(155)	(120)	(70)	(70)
EBITDA (bereinigt, nach Sondereffekten u. Umgliederung)	5.362	6.804	7.962	7.045	8.205	8.814
<i>hierzu: rechnerische EBITDA-Marge</i>	<i>10,4%</i>	<i>13,1%</i>	<i>15,2%</i>	<i>12,1%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,4%</i>

Quelle: Unternehmensinformationen, Analyse PwC

so ergäbe sich bei Heranziehung der Ist-Zahlen von 2016 ein Durchschnitt von **13,7%**.

Bei Erstattung des Bewertungsgutachtens – seinerzeit noch auf der Grundlage einer Hochrechnung für 2016 und vor der „Verschiebung“ gewisser Aufwendungen in das Planjahr 2017 – war man noch von folgenden Werten ausgegangen:

Ableitung EBITDA-Marge ewige Rente ab dem Jahr 2020

in Tsd. EUR	2015 Ist	2016 HR	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan
Gesamtleistung	52.091	53.462	58.068	59.956	61.275
EBITDA	6.467	7.189	7.931	8.275	8.883
Bereinigungen	506	126			
EBITDA bereinigt	6.973	7.315	7.931	8.275	8.883
Avalprovisionen u.ä.	(175)	(155)	(120)	(70)	(70)
EBITDA bereinigt inkl. Avalprovisionen	6.798	7.160	7.811	8.205	8.814
EBITDA - Marge (bereinigt inkl. Avalprov.)	13,0%	13,4%	13,5%	13,7%	14,4%
Durchschnitt Vergangenheit + Planung von 2015-2019	13,6%				

Die Differenz, die sich rechnerisch bei der Durchschnittsbildung – ausgehend von den oben abgedruckten Zahlen – ergeben würde, wäre angesichts dessen, dass es hier ohnehin lediglich um eine Schätzung eines Parameters für die ewige Rente geht, bereits als geringfügig anzusehen. Der geringfügig höhere Durchschnitt würde nicht bedeuten, dass bei einer Stichtagsbetrachtung in Kenntnis der aktualisierten Zahlen für 2016 und der modifizierten Planzahlen für 2017 zwangsläufig nur der Ansatz einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,7% und nicht von 13,6% zu einer angemessenen Bewertung führen würde. Entscheidend ist, dass sich die Größenordnung der als nachhaltig angesetzten EBITDA-Marge auch durch die Verschiebung der Aufwendungen aufgrund des Opertis-Erwerbs und die damit zusammenhängenden Sondereffekte nicht verändert.

Im Übrigen hat die sachverständige Prüferin in ihrer Ergänzenden Stellungnahme darauf hingewiesen, dass die Antragsgegnerin bei den oben abgedruckten, im Schriftsatz vom 30. Oktober 2020 wiedergegebenen Zahlen aus Vereinfachungsgründen die Bereinigungen aus der im Bewertungsgutachten enthaltenen Hochrechnung für 2016 übernommen habe und zudem für das Planjahr 2017 keine Bereinigungen der Sondereffekte aus der Integration der Opertis GmbH berücksichtigt habe. Diese Vereinfachung sei aber nicht sachgerecht (ErgStN Bl. 849a Seite 56 Tz. 192). Nach Vornahme zusätzlicher Bereinigungen zur Eliminierung außerordentlicher Effekte bzw. Sondereffekte in den Zahlen für 2015 und 2016 (Ist) sowie 2017 bis 2019 (Plan) gelange auch die sachverständige Prüferin zu einer durchschnittlichen EBITDA-Marge von **13,7%** (ErgStN Bl. 849a Seite 57 Tz. 194, 195).

Die sachverständige Prüfer hat in ihrer Ergänzenden Stellungnahme festgehalten, dass sie eine EBITDA-Marge von „13,6% bzw. 13,7%“ als plausiblen Schätzer für die nachhaltig zu erzielende EBITDA-Marge annehmen (ErgStN Bl. 849a Seite 58 Tz. 198). Die Kammer schließt sich diesem Votum an.

Fünftens: Ob man von einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,6% oder von 13,7% ausgeht, bedarf letztlich im vorliegenden Verfahren keiner abschließenden Festlegung und ist im Ergebnis irrelevant, wie die Berechnungen der sachverständigen Prüferin unter „Sensitivitätsanalyse“ in

der Ergänzenden Stellungnahme zeigen: Bei Ansatz einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,7% (statt 13,6%) gelangt sie zu einem Wert je Aktie von 10,64 EUR, der unterhalb der angebotenen und hier zur Überprüfung stehenden Barabfindung liegt (ErgStN Bl. 849a Seite 113 Tz. 410).

ccc. Heranziehung von EBITDA-Margen von Peer-Group-Unternehmen unergiebig

Die Antragstellerin 18) argumentiert, die angenommene nachhaltige EBITDA-Marge sei mit Blick auf die höheren Ergebnismargen der von der sachverständigen Prüferin beim Betafaktor in die Peer Group-Analyse einbezogenen vier Vergleichsunternehmen nicht plausibel (Bl. 67 d.A.). Dieses Argument überzeugt nicht, denn die von der Antragstellerin angegebenen Vergangenheitswerte der EBITDA-Margen der Vergleichsunternehmen zeigen, dass die Profitabilität bei drei der vier Vergleichsunternehmen schon in der Vergangenheit teils deutlich höher war als diejenige der Gesellschaft. Durch das Effizienzprogramm hat die Gesellschaft zwar „aufgeholt“, aber keinen Gleichstand erreicht. Entsprechende Margenvergleiche haben ohnehin nur eine geringe Aussagekraft, wenn es um die individuelle Prognose der nachhaltigen EBITDA-Marge bei dem zu bewertenden Unternehmen geht (ebenso PB Seite 68 Tz. 254 für das Benchmarking beim EBIT-Margenniveau).

cc. Schätzung des nachhaltigen EBIT und des nachhaltigen ausschüttungsfähigen Ergebnisses

Die Antragsteller 27) und 28) sprechen von einem „starken Rückgang“ der nachhaltigen EBIT-Marge (Bl. 209 d.A.), die Antragstellerin 30) von einem „deutlichen“ Rückgang des nachhaltigen EBIT gegenüber demjenigen im Planjahr 2019 (Bl. 243 d.A.). Diese Thesen sind nicht nachvollziehbar, wie die folgenden Berechnungen der Kammer zeigen:

(Werte in TEUR)	2017 Plan	2018 Plan	2019 Plan	ewige Rente
Gesamtleistung	58.068	59.956	61.275	59.766
EBIT (vgl. Stichtagsklärung Anl. AG 6 Seite 3)	4.940	5.959	6.526	5.854
EBIT-Marge (bezogen auf Gesamtleistung)	8,51%	9,94%	10,65%	9,79%

Die sich rechnerisch ergebende nachhaltige EBIT-Marge entspricht in etwa dem Durchschnitt der Planjahre 2017 bis 2019. Vergleicht man sie ergänzend mit den Ist-Zahlen der Vergangenheit (vgl. Tabelle oben bb.), so ist festzuhalten: Die sich nach den zugrunde gelegten Zahlen ergebende nachhaltige EBIT-Marge liegt nicht nur deutlich über der EBIT-Marge der Jahre 2014 (3,63%) und 2015 (8,25%), sondern auch über dem Durchschnitt der Jahre 2014 bis 2016 (7,76%).

Die Antragstellerin 25) behauptet, man sei von einem „Einbruch beim nachhaltigen ausschüttungsfähigen Ergebnis“ ausgegangen, das unter dem des ersten Planjahres liege (Bl. 185 d.A.). Das trifft nicht zu. Das am Bewertungsstichtag zugrunde gelegte nachhaltige

ausschüttungsfähige Ergebnis von 4.055 TEUR liegt mit rund 735 TEUR deutlich über demjenigen des Planjahres 2017 von 3.320 TEUR (vgl. Anl. AG 6 Seite 3 und oben 3. c.).

Es kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass in die Schätzung einer nachhaltigen Marge außer der Planungsrechnung für den Detailplanungszeitraum weitere Faktoren eingehen, beispielsweise auch die Wettbewerbssituation, worauf Wirtschaftsprüfer () für die sachverständige Prüferin bei der Anhörung hingewiesen hat (Bl. 1052 d.A.), und die Vergangenheitsanalyse, wie von Wirtschaftsprüfer I () ausgeführt (Bl. 1053 d.A.). Die im Prüfungsbericht (PB Seite 69 Tz. 255) abgedruckte Grafik mit den jährlichen EBIT-Margen der primion Technology AG einerseits und von Vergleichsunternehmen andererseits zeigt, dass sich die früher wesentlich schlechtere EBIT-Marge der Gesellschaft über die Jahre dem Durchschnitt der Vergleichsunternehmen annäherte – ein Effekt, der insbesondere mit dem Kosteneffizienzprogramm „FIT 2013“ zusammenhängen dürfte. Wirtschaftsprüfer () hat darauf hingewiesen, dass der Durchschnitt der EBIT-Marge der börsennotierten Vergleichsunternehmen für die Jahre 2008 bis 2015 bei 9,7% gelegen habe, dass aber in die Bewertung der Gesellschaft eine nachhaltige Marge von 9,8% eingegangen sei, obwohl das Unternehmen in der Vergangenheit gegenüber den Vergleichsunternehmen erheblich geringere EBIT-Margen erzielt hatte (Bl. 1052 d.A.).

Die zugrunde gelegte nachhaltige EBIT-Marge ist nach alledem nicht zu beanstanden.

6. Ableitung der erwarteten Nettoausschüttungen

Die Kammer hält, wie bereits ausgeführt, sowohl eine nachhaltige EBITDA-Marge von 13,6% als auch von 13,7% für einen angemessenen Schätzer und schließt sich insoweit dem Votum der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme an (ErgStN Bl. 849a Seite 58 Tz. 198).

Wenn man zugunsten der Minderheitsaktionäre mit einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,7% rechnet, ergeben sich anhand der vorstehend erörterten Zahlen folgende zu kapitalisierende Ergebnisse (vgl. ErgStN Bl. 849a Seite 111 Tz. 406):

Entziehbare Überschüsse	Plan 2017 T€	Plan 2018 T€	Plan 2019 T€	nachhaltig 2020 ff. T€
Gesamtleistung	58.068	59.956	61.275	59.766
Sonst. betriebliche Erträge	1.733	1.015	1.027	
<i>in % der Gesamtleistung</i>	3,0	1,7	1,7	
Materialaufwand	-14.751	-15.214	-15.518	
<i>in % der Gesamtleistung</i>	-25,4	-25,4	-25,3	
Personalaufwand	-27.477	-27.316	-27.815	
<i>in % der Gesamtleistung</i>	-47,3	-45,6	-45,4	
Sonst. betriebliche Aufwendungen	-10.408	-10.166	-10.086	
<i>in % der Gesamtleistung</i>	-17,9	-17,0	-16,5	
EBITDA (vor Umgliederung Avalprovisionen)	7.164	8.275	8.883	8.188
<i>in % der Gesamtleistung</i>	12,3	13,8	14,5	13,7
Umgliederung Avalprovisionen	-120	-70	-70	0
EBITDA (nach Umgliederung Avalprovisionen)	7.045	8.205	8.814	8.188
<i>in % der Gesamtleistung</i>	12,1	13,7	14,4	13,7
Abschreibungen	-2.104	-2.246	-2.288	-2.274
<i>in % der Gesamtleistung</i>	-3,6	-3,7	-3,7	-3,8
EBIT (nach Umgliederung Avalprovisionen)	4.940	5.959	6.526	5.914
<i>in % der Gesamtleistung</i>	8,5	9,9	10,7	9,9
Zinsergebnis	-47	-24	-7	2
Ergebnis vor Steuern	4.894	5.935	6.519	5.916
Unternehmenssteuern	-1.574	-1.678	-1.935	-1.757
Jahresüberschuss	3.320	4.258	4.584	4.159
Thesaurierung	-830	-1.064	-1.146	-62
Entziehbarer Überschuss vor pers. Ertragsteuern	2.490	3.193	3.438	4.096
davon Wertbeitrag aus Thesaurierungen	830	1.064	1.146	2.048
persönliche Ertragsteuer Wertbeitrag Thesaurierungen	-109	-140	-151	-270
davon Wertbeitrag Ausschüttungen	1.660	2.129	2.292	2.048
persönliche Ertragsteuer Wertbeitrag Ausschüttungen	-438	-561	-605	-540
Entziehbarer Überschuss nach pers. Steuern	1.942	2.491	2.682	3.286

a. Thesaurierung zur Innenfinanzierung in Detailplanungsphase und bei ewiger Rente

Dass den außenstehenden Aktionären bei der Ermittlung des Unternehmenswerts nach der Ertragswertmethode nur die mit der Beteiligung an der Gesellschaft verbundenen Nettozuflüsse zugerechnet werden, entspricht dem IDW S1 (Tz. 4, 5; vgl. oben II.1.; PB Seite 71). Die sachverständige Prüferin hat die Vorgehensweise in Bezug auf die Thesaurierung als für den Detailplanungszeitraum „vertretbar“ und für die Phase der ewigen Rente „zutreffend“ bezeichnet (PB Seite 72 f.) und die Thesaurierung auch im Rahmen der Sensitivitätsanalyse veranschlagt.

b. Ausschüttungsquote

Die Bewertungsgutachterin ist sowohl für den Detailplanungszeitraum als auch für die Phase der ewigen Rente von einer Ausschüttungsquote von 50% ausgegangen (BewGA Seite 59; PB Seite 71). Die Bewertungsgutachterin verweist zur Begründung der ab Planjahr 2017 angenommenen Ausschüttungsquote von 50% auf „das geplante unternehmerische Konzept“ (BewGA Seite 59). Allerdings ergibt sich aus dem Prüfungsbericht der sachverständigen Prüferin, dass die Planungsrechnung der Gesellschaft keine detaillierte Ausschüttungsplanung vorlag und dass vom Management vereinfachend eine jährliche Ausschüttung von 2.100 TEUR „unterstellt“ worden sei, wobei es sich nach Auskunft des Managements „nicht um eine konkret beabsichtigte bzw. beschlossene Dividendenpolitik“ gehandelt habe (PB Seite 71). Die sachverständige Prüferin hat indes ermittelt, dass sich die beiden Annahmen zur Ausschüttungsplanung insgesamt nur geringfügig unterscheiden und sich auch nur äußert geringfügige Auswirkungen von weniger als 0,1% auf den Unternehmenswert ergeben (ErgStN Bl. 849a Seite 99 Tz. 364 ff.).

Fakt ist, dass die Gesellschaft in den Jahren 2013 bis 2016 keine Dividende ausgeschüttet hat (Bl. 833 d.A.) – laut Ergänzender Stellungnahme der sachverständigen Prüferin sogar seit 2010 (ErgStN Bl. 849a Seite 100 Tz. 369). Deshalb ist die Kammer auch der Kritik des Antragstellers 38) (Bl. 302 d.A.) nachgegangen und hat der sachverständigen Prüferin die Frage gestellt, ob die im Detailplanungszeitraum angenommene Ausschüttung von 50% im Widerspruch zur historischen Ausschüttungsquote stehe und zu einem sinkenden Unternehmenswert führe. Selbst wenn es im zu beurteilenden Einzelfall keine konkrete Planung des Vorstands zur mittelfristigen Ausschüttungspolitik gibt, darf grundsätzlich die Ausschüttungsquote der Vergangenheit als Maßstab für die Detailplanungsphase herangezogen werden (LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 98, juris). Das bedeutet jedoch nicht, dass die historische Ausschüttungsquote bei fehlender konkretisierter Ausschüttungsplanung des Managements bei der Plausibilitätsbetrachtung der Planung stets als ausschließliches Kriterium herangezogen werden müsste oder dass es nicht im Einzelfall sachliche Gründe geben könne, für die Detailplanungsphase von anderen Ausschüttungsquoten als in der Vergangenheit auszugehen. Bei der Plausibilitätsbetrachtung müssen stets die Umstände des Einzelfalls, des zu bewertenden Unternehmens, betrachtet werden. Wenn Erwägungen, die zur früheren Dividendenpolitik geführt haben, für die Zukunft wegfallen, kann das durchaus relevant sein.

Das „geplante unternehmerische Konzept“ der Gesellschaft, auf das sich die Antragsgegnerin beruft (Bl. 833 d.A.), ist jedenfalls schwer zu verifizieren. Die sachverständige Prüferin weisen jedoch auf das negative Konzernjahresergebnis der Gesellschaft in den Jahren 2010, 2011 und 2013 und das im Geschäftsjahr 2012 auch nur geringfügig positive Konzernergebnis, auf die fehlende Ausschüttungsfähigkeit der primion AG von 2010 bis 2014 (wegen ausgewiesener Bilanzverluste) sowie auf die sukzessive Verbesserung der Ertragslage seit 2014 und die

Schaffung der Grundlage für Dividendenausschüttungen hin (Ausgleich des Bilanzverlusts von 2015 durch Auflösung einer Kapitalrücklage) (ErgStN Bl. 849a Seite 100 Tz. 370). Demnach kann die für die Zukunft ab dem Bewertungsstichtag nicht repräsentative „historische Ausschüttungsquote“ von 0% wegen veränderter Verhältnisse kein Argument sein, auch für den Detailplanungszeitraum bei wiederhergestellter Dividendenfähigkeit und positiven Unternehmensergebnissen von einer Ausschüttungsquote von 0% auszugehen. Die bei der Bewertung getroffenen Annahmen zur Ausschüttung stehen nicht im Widerspruch dazu, dass früher keine Dividende ausgezahlt werden konnte (vgl. ErgStN Bl. 849a Seite 100 Tz. 372).

Die sachverständige Prüferin hat zudem in ihrer Ergänzenden Stellungnahme ausgeführt, dass sich aus den Thesaurierungsannahmen auch keine Anzeichen dafür ergeben, dass die Liquidität der Gesellschaft geschwächt würde, denn der Verschuldungsgrad bewege sich in den Planjahren 2017 bis 2019 konstant zwischen -0,5% und 2,0% (ErgStN Bl. 849a Seite 101 Tz. 374; PB Tz. 330).

Nach dem IDW S1-Standard ist in der Phase der ewigen Rente das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zu dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage zu planen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 37). Solange sich die zugrunde gelegte Ausschüttungsquote im Rahmen der am Kapitalmarkt beobachtbaren Quoten bewegt, ist das nicht zu beanstanden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 111, juris unter Hinweis auf ein 2006 in der Literatur angegebenes Spektrum von 40 bis 60% nach Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, Wpg 2006, 1005, 1009; zu der Bandbreite vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 100, juris).

Die angenommene Ausschüttungsquote von 50% liegt in der Mitte des genannten, beobachteten Spektrums. Die Kammer schließt sich vor diesem Hintergrund den Ausführungen der sachverständigen Prüferin im Prüfungsbericht an, dass die getroffenen Annahmen zum Ausschüttungsverhalten angemessen und vertretbar sind (PB Seite 73), zumal alternative Annahmen nach ihrer Darstellung in der Ergänzenden Stellungnahme nur sehr geringfügige Auswirkungen auf den Unternehmenswert hätten (ErgStN Bl. 849a Seite 101 Tz. 375).

III. Kapitalisierungszinssatz

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

1. Gesamtüberblick

Ausgangspunkt ist die überzeugende betriebswirtschaftliche, im IDW S1-Standard niedergelegte Überlegung, dass der zu ermittelnde Kapitalisierungszinssatz die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage repräsentieren soll und dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 114; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11, Rn. 113, juris). Als Ausgangsgrößen für die Bestimmung von Alternativrenditen kommen dem Standard zufolge insbesondere Kapitalmarktrenditen für Unternehmensbeteiligungen (in Form eines Aktienportfolios) in Betracht. Die Renditen für Unternehmensanteile lassen sich grundsätzlich in einen Basiszinssatz und in eine von den Anteilseignern aufgrund der Übernahme unternehmerischen Risikos geforderte Risikoprämie zerlegen (IDW S1 i.d.F. 2008, Tz. 115). Entscheidend ist allerdings die Angemessenheit des Gesamtergebnisses.

Die Bewertungsgutachterin hat zum Zeitpunkt der Erstattung des Bewertungsgutachtens einen Basiszinssatz von 0,9% vor persönlichen Ertragsteuern (rund 0,66% nach Steuern), eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,50% und einen Betafaktor (unverschuldet) von 0,90 sowie für die „ewige Rente“ einen Wachstumsabschlag von 0,5% zugrunde gelegt (BewGA Seite 64 Tz. 183 f., 186 ff.). Die sachverständige Prüferin hat diese Parameter im Prüfungsbericht als grundsätzlich sachgerecht und angemessen bezeichnet (PB Seite 76 Tz. 285; Seite 78 Tz. 295, Seite 80 Tz. 300, Seite 87 Tz. 323, Seite 88 Tz. 329: Wachstumsabschlag von 0,5% vertretbar).

In der Stichtagserklärung haben die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin aufgrund veränderter Zinskonditionen einen Basiszinssatz von 1,25% zugrunde gelegt (Anl. AG 6 Seite 2; Anl. AG 7 Seite 2).

Am Bewertungsstichtag wurde demnach mit folgenden Parametern kalkuliert (ErgStN Bl. 849a Seite 112 Tz. 407):

Eigenkapitalkosten	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	nachhaltig 2020 ff.
Basiszinssatz vor pers. Ertragsteuern	1,25%	1,25%	1,25%	1,25%
Abgeltungsteuer	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
Basiszins nach pers. Ertragsteuern	0,92%	0,92%	0,92%	0,92%
Marktrisikoprämie nach pers. Ertragsteuern	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta (unverschuldet)	0,90	0,90	0,90	0,90
Verschuldungsgrad	-3,0%	1,2%	0,3%	-1,2%
Beta (verschuldet)	0,87	0,91	0,90	0,89
Risikozuschlag nach pers. Ertragsteuern	4,80%	5,01%	4,97%	4,89%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	5,72%	5,93%	5,89%	5,81%
Wachstumsabschlag (nachhaltig)				-0,50%
Eigenkapitalkostensatz nach pers. Ertragsteuern	5,72%	5,93%	5,89%	5,31%

2. Nachsteuerbetrachtung

Die vorgenommene Nachsteuerbetrachtung auch beim Kapitalisierungszinssatz ist konsistent zur Berechnung der im Zähler der Bewertungsgleichung berücksichtigten Zahlungsströme nach Steuern.

3. Basiszinssatz

Die Höhe des zugrunde gelegten Basiszinssatzes ist nicht zu beanstanden.

Die Bewertungsgutachterin hat die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichte, nach der Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve für quasi-risikofreie Bundeswertpapiere herangezogen (BewGA Seite 60 Tz. 167 ff.). Die sachverständige Prüferin hat die Vorgehensweise als sachgerecht und angemessen bestätigt (PB Seite 76 Tz. 285). Sie entspricht auch der Empfehlung des IDW im IDW S1-Standard (i.d.F. 2008, Tz. 117), ist methodisch in der Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 70, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2017 – I-26 W 10/15 (AktE) –, Rn. 45, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 100, juris; Oberlandesgericht Saarbrücken, Beschluss vom 11. Juni 2014 – 1 W 18/13 –, Rn. 58, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 113, juris) und entspricht der anerkannten Expertenauffassung des IDW (OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013 – 20 W 3/13 –, Rn. 124, juris).

Die Zinsstrukturkurven bilden laufzeitspezifische Basiszinssätze ab. Aus laufzeitspezifischen Zinssätzen für einen langen Zeitraum kann finanzmathematisch ein barwertäquivalenter einheitlicher Basiszinssatz abgeleitet werden. Dem Gebot der Äquivalenz des Kapitalisierungszinssatzes hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung ist damit genüge getan. Der von manchen Antragstellern geforderten Abbildung laufzeitspezifisch differenzierter Basiszinssätze in der Bewertungsgleichung (etwa Antragsteller 6, Bl. 16 f. d.A.) bedarf es somit nicht (wie hier bereits LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 301, juris).

Dass bei der Ermittlung des Basiszinssatzes nicht ausschließlich die Zinsstrukturdaten zum Bewertungsstichtag, sondern durchschnittliche Werte für die drei dem Bewertungsstichtag vorausgehenden Monate herangezogen werden, stellt zwar einen zeitlich begrenzten Rückgriff auf historische Durchschnittszinssätze dar. Dieser dient dazu, aus der Perspektive des Stichtags kurzfristige Marktschwankungen zu glätten und kurzfristige Einflüsse zu bereinigen. Der Rückgriff auf einen Dreimonatsdurchschnitt – freilich aus der Perspektive des Stichtags - ist in der Bewertungspraxis üblich und in der Rechtsprechung seit langem anerkannt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 96, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06.

Juni 2016 – I-26 W 4/12 (AktE) –, Rn. 20, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 114, juris; LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 303, juris). Unberechtigt ist deshalb die Kritik etwa der Antragstellerin 30), der Basiszinssatz sei unter Verstoß gegen das Stichtagsprinzip mithilfe „belangloser Vergangenheitsdaten von irgendwelchen Bundesanleihen“ ermittelt worden (Bl. 245 d.A.).

Der ungerundete barwertäquivalente Basiszinssatz für den Dreimonatszeitraum vor dem Bewertungsstichtag belief sich auf 1,158% (ErgStN Bl. 849a Seite 60 Tz. 204). Die Rundung auf volle 0,25 Prozentpunkte, mithin auf 1,25%, ist nicht zu beanstanden. Die vorgenommene Rundung auf volle Viertelprocente entspricht einer Empfehlung des FAUB von 2005 (IDW-FN 2005, Seite 555 ff.) und wurde in der Vergangenheit vom OLG Stuttgart nicht beanstandet (OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. August 2018 – 20 W 1/13 –, Rn. 92, juris; Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 95, juris; im Ergebnis auch LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 119, juris, wonach die Aufrundung um 0,1% von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt ist; ebenso noch OLG Karlsruhe, Beschluss vom 01. April 2015 – 12a W 7/15 –, Rn. 80, juris; kritischer im Beschluss vom 12. September 2017 – 12 W 1/17 –, Rn. 70, juris, wonach bei einer Bewertung unter Anwendung des IDW S1 i.d.F. 2005 kein Anlass zur Rundung gesehen werde; vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 06. April 2017 – I-26 W 10/15 (AktE) –, Rn. 45, juris, das im entschiedenen Fall eine Abrundung als „keineswegs zwingend“ einschätzte, zugleich aber auf die beschränkte Plausibilitätsprüfung hinwies).

Die Forderung des Antragstellers 6) nach Berücksichtigung der Kosten von Credit Default Swaps bei der Ermittlung des Basiszinssatzes (Bl. 16 f. d.A.) ist unbegründet. Sie würde zu einer sachlich nicht begründeten und in der Bewertungspraxis unüblichen Vornahme von Risikoabschlägen führen. Bei der Ermittlung des Basiszinssatzes muss auf die langfristig erzielbare Rendite öffentlicher Anleihen mit erstklassiger Bonität bzw. erstklassigem Rating abgestellt werden, weil diese die Anforderung nach Risikolosigkeit der Alternativanlage am ehesten erfüllen. Bei deutschen Staatsanleihen geht der Markt von einem eher theoretischen Restausfallrisiko aus. Sie kommen nach der Marktwahrnehmung einer „sicheren“ (wenn auch nicht ganz risikofreien) Anlage weitgehend nahe. Entsprechende Marktdaten können als bestmöglicher Schätzer für den Basiszinssatz herangezogen werden. Die Anpassung des aus den Zinsstrukturdaten für deutsche Staatsanleihen abgeleiteten Basiszinssatzes um eventuelle Risikoabschläge ist aus den von der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme im Detail weiter ausgeführten Gründen abzulehnen (ErgStN Bl. 849a Seite 61 Tz. 211).

Soweit die Antragsteller 1) bis 5) die zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 0,66% nach Steuern für zu hoch halten (Bl. 5 d.A.), ist zunächst festzuhalten, dass am Bewertungsstichtag mit einem richtigerweise angepassten Basiszinssatz von 0,92% nach Steuern gerechnet wurde (vgl. oben). Die Kritik bezieht sich also auf die am Bewertungsstichtag veralteten Zinskonditionen,

wie sie noch bei Erstattung des Bewertungsgutachtens bestanden. Grundsätzlich ist der Kritik außerdem der Hinweis der sachverständigen Prüferin entgegenzuhalten, dass in der Bewertungspraxis und –theorie durchaus über die Verwendung eines höheren Basiszinssatzes diskutiert werde und sie einen solchen gekoppelt mit einer reduzierten Marktrisikoprämie zumindest im nachhaltigen Ergebnis für vertretbar hielten (PB Seite 286 ff., 289). Nimmt man entsprechende Anpassungen ceteris paribus vor, käme es wenn überhaupt nur zu marginalen Änderungen des Kapitalisierungszinssatzes (ErgStN Bl. 849a Seite 62 Tz. 214).

4. Marktrisikoprämie

Zahlreiche Antragsteller kritisieren die Höhe der bei der Bewertung zugrunde gelegten Marktrisikoprämie. Der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,50% ist jedoch auch unter Berücksichtigung der von den Antragstellern geäußerten Kritik für den vorliegenden Bewertungsstichtag aus Sicht der Kammer nicht zu beanstanden.

a. Grundsätzliche Überlegungen, grundsätzliche Kritik am Tax-CAPM

Der Risikozuschlag ergibt sich als Produkt zweier Faktoren: der Marktrisikoprämie, die erwartungsgemäß erzielt wird, wenn statt in (quasi-)risikolosen Wertpapieren in ein aus riskanten Papieren bestehendes Marktportfolio investiert wird, und dem individuellen Betafaktor, der die Fluktuation des Risikos im Verhältnis zum Gesamtmarkt riskanter Papiere ausdrückt. Die Marktrisikoprämie wird in der derzeitigen Bewertungspraxis mithilfe von Kapitalmarktpreisbildungsmodellen aus Kapitalmarktdaten abgeleitet („Capital Asset Pricing Model“, kurz CAPM; weiterentwickelt: Tax-CAPM) (IDW S 1 a.a.O. Tz. 115, 118; IDW, WP-Handbuch „Bewertung und Transaktionsberatung“ 2018, A 348 ff.; C 122; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 2016, Rz. 826 ff.; Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung 5. Aufl. 2016, Seite 102 ff.).

Neben dem CAPM oder dem Tax-CAPM werden in der Wirtschaftswissenschaft auch andere Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlags, etwa die „Risikozuschlagsmethode“ (dazu BeckOGK/Veil/Preisser, 1.2.2022, AktG § 305 Rn. 96 ff.) erörtert.

Einzelne Antragsteller weisen auf Gerichtsentscheidungen hin, die Probleme des Tax-CAPM dezidiert ansprechen. Die häufig zitierte Entscheidung des OLG München von 2008 verwirft das Tax-CAPM keinesfalls als unbrauchbar, sondern hält lediglich an der früheren Risikozuschlagsmethode fest, d.h. der pauschalen Festlegung des Risikozuschlags „aufgrund von Erfahrungswerten“, und verneint eine Überlegenheit des Tax-CAPM (OLG München, Beschluss vom 31. März 2008 – 31 Wx 88/06 –, Rn. 31). Auch das LG Düsseldorf hat das Tax-CAPM nicht kategorisch abgelehnt, sondern verweist vielmehr auf den wirtschaftswissenschaftlichen Methodenstreit und plädiert für die Beschränkung des Gerichts auf

die Prüfung, ob ein Parameter nachvollziehbar ist und „in der Größenordnung den üblichen Ansätzen“ entspricht, wenn es keinen Grund gibt, von „gängigen Größen deutlich abzuweichen“ (LG Düsseldorf, Beschluss vom 05. August 2014 – 33 O 1/07 AktE, Rn. 139 ff., 146). Nach der Entscheidung des BGH zur Festlegung des Eigenkapitalzinssatzes durch die Bundesnetzagentur können die Ergebnisse des CAPM und historischer Datenreihen verwendet werden, ohne dass zusätzliche „Plausibilisierungen“ oder eine „alternative Modellierung“ geboten wären (BGH, Beschluss vom 09. Juli 2019 – EnVR 41/18 Rn. 39, 43). Richtig ist, dass die Bewertung nach dem Tax-CAPM von subjektiven Einschätzungen des Bewerter abhängt. Darin unterscheidet sich das Tax-CAPM aber nicht wesentlich von anderen Methoden.

Es kann und muss dahingestellt bleiben, ob und welche Vor- und Nachteile andere betriebswirtschaftliche Methoden gegenüber dem Tax-CAPM haben. Entscheidend bleibt nach den oben (I. 3. c) dargestellten Rechtsprechungsgrundsätzen der Angemessenheitsprüfung, dass das Tax-CAPM weiterhin eine in der Wirtschaftswissenschaft anerkannte, in der Bewertungspraxis gebräuchliche und in der Rechtsprechung weitgehend akzeptierte Methode darstellt (dazu BeckOGK/Veil/Preisser, 1.2.2022, AktG § 305 Rn. 97; vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Rn. 105; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 15. Dezember 2016 – I-26 W 25/12 (AktE) –, Rn. 78; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 69 zum IDW S1 i.d.F. 2000; Beschluss vom 24. Juli 2013 – 20 W 2/12, Rn. 162; auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 18, 25, 95, 98 ohne weitere Thematisierung angesichts des beschränkten Beschwerdevorbringens). Im Spruchverfahren kann es nicht darum gehen, einen wirtschaftswissenschaftlichen Methodenstreit richterlich zu entscheiden (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 49, 67 juris). Die Wahl des Tax-CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlags ist daher nicht grundsätzlich zu beanstanden (ebenso BGH, Beschluss vom 09. Juli 2019 – EnVR 41/18 Rn. 39 für das CAPM).

Eine andere, noch zu erörternde Frage ist, mit welchen Werten die Parameter der Formel, die das Tax-CAPM vorgibt, im konkreten Fall ausgefüllt werden (wie hier vgl. bereits LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 306 - 312, juris).

Einzelne Antragsteller fordern einen Verzicht auf jeglichen Risikozuschlag, so etwa die Antragstellerin 30) mit dem Argument, unternehmerische Risiken seien bereits in die Prognose der zukünftigen Erträge eingeflossen (Bl. 246 d.A.). Diese Argumentation übersieht, dass in den Zähler der Ertragswertformel die zu erwartenden, realistischen künftigen Zahlungsströme einfließen, dass aber immer noch erhebliche Unsicherheiten verbleiben, ob diese Zahlungsströme tatsächlich in prognostizierter Höhe fließen (denn es handelt sich nur um Erwartungswerte, auf deren Erreichung kein durchsetzbarer Anspruch besteht). Demgegenüber steht bei Anleihen von Schuldern mit bester Bonität die Höhe der künftig geschuldeten Zahlungsströme abhängig von den Anleihebedingungen bereits fest und der Zahlungsstrom kann

bonitätsabhängig als „quasi-sicher“ betrachtet werden. Eine Abzinsung erwarteter künftiger Dividenden mit dem Basiszinssatz ohne Risikozuschlag zur Ermittlung des Barwerts einer Aktiengesellschaft würde bedeuten, die Aktienanlage trotz höheren Anlagerisikos wider alle Lebenserfahrung einer Anlage in quasi-risikolose Bundeswertpapiere gleichzustellen. Anleger verhalten sich risikoavers und erwarten für ein höheres Risiko auch eine höhere Rendite. Zur Vermeidung von Wiederholungen verweist die Kammer auf die ausführliche Argumentation in früheren Entscheidungen zu Spruchverfahren (u.a. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 315 ff., juris). Es kann als geklärt angesehen werden, dass sich der Kapitalisierungszinssatz, zu dem künftig zufließende Erträge zu diskontieren sind, aus einem risikolosen Basiszinssatz und einem Risikozuschlag zusammensetzt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 58, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 287, juris).

b. Konkrete Einschätzung der Marktrisikoprämie

Die Antragstellerin 18) thematisiert u.a. die Empfehlung des FAUB zur Marktrisikoprämie, ein von *Großfeld* in einem Spruchverfahren für das LG Hannover erstattetes Gutachten, das zu dem Ergebnis komme, dass nach Steuern nur eine Risikoprämie von 3,25% oder 4,0% gerechtfertigt sei, sowie kritische Ausführungen zur FAUB-Empfehlung von *Wollny* (Bl. 74 ff. d.A.). Auch andere Antragsteller sprechen das „*Großfeld*“-Gutachten an (etwa Antragsteller 23) und 24), 29) - Bl. 153, 171, 226 d.A.). Im Übrigen nehmen viele Antragsteller Bezug auf diverse Studien, die zu völlig unterschiedlichen Ergebnissen bezüglich der Höhe der angemessenen Marktrisikoprämie gelangen.

Diese Kritik überzeugt im Ergebnis nicht. Die 31. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Stuttgart hat bereits in mehreren Entscheidungen, u.a. in einer ausführlich begründeten und veröffentlichten Entscheidung vom 07. Oktober 2019 (LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 354 ff., juris) zum Bewertungsstichtag 31. Mai 2016 eine Marktrisikoprämie von 5,5% akzeptiert und sieht auch unter Berücksichtigung der hier vorgetragenen Argumente keinen Anlass, für den im vorliegenden Fall relevanten Bewertungsstichtag davon abzuweichen. Zur Vermeidung von Wiederholungen wird zunächst auf die ausführliche Begründung der Entscheidung der Kammer vom 07. Oktober 2019 Bezug genommen.

Zusammenfassend:

Die im Bewertungsgutachten zugrunde gelegten 5,5% nach Steuern entsprechen dem Mittelwert der Empfehlung des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IdW (kurz: „FAUB“) vom 19. September 2012, die auch am Bewertungsstichtag galt (empfohlene Bandbreite: 5,0 bis 6,0%; dazu *Wollny*, *Der objektivierte Unternehmenswert* 3. Aufl. 2018, Seite

572 f.). Eine Marktrisikoprämie, die sich an die für den Bewertungsstichtag maßgeblichen Empfehlungen des Instituts der Wirtschaftsprüfer e.V. bzw. dessen Fachausschusses für Unternehmensbewertung orientiert, kann „im Regelfall“ als Bestandteil einer tragfähigen Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswertes herangezogen werden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Januar 2017 – 21 W 37/12 –, Leitsatz 2 zit. nach juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 05. Juni 2013 – 20 W 6/10 –, Rn. 144, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 01. April 2014 – 20 W 4/13 –, Rn. 50, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011 – 20 W 7/11 –, Rn. 380, juris; Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 744).

Die wirtschaftswissenschaftliche Diskussion zur „richtigen“ Methodik der Bestimmung der Marktrisikoprämie ist nicht abgeschlossen (Steinle/Liebert/Katzenstein, in MünchHdB GesR Band 7, 5. Aufl. 2016, § 34 Rn. 144). Dasselbe gilt für die Frage, ob und welche Auswirkungen die Finanzkrise und die anhaltende Niedrigzinsphase heute noch auf die Höhe der Marktrisikoprämie haben und wie sie sich am Bewertungsstichtag auswirkten (vgl. Wagner u.a., WPg 2013, 948 ff; Gleißner, WPg 2014, 258 ff; Zeidler/Tschöpel/Bertram, BewPraktiker 2012, 2 ff, zit. nach OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15, Rn. 74; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung 2016, Rz. 858 ff., 861 ff.; Wollny, a.a.O. 2018, Seite 574 ff., 581 ff.). Ob bei sinkendem Basiszins auch die Marktrisikoprämie fallen muss, ist ebenfalls streitig (vgl. Großfeld, a.a.O. Rz. 862; LG Frankfurt, Beschluss vom 27. Mai 2014 – 3-05 O 34/13 –, Rn. 56 unter Hinweis auf Knoll/Wenger/Tartler ZSteu 2011, 47; Knoll, BewPraktiker März 2012, S. 11 einerseits und Zeidler/Tschöpel/Bertram, BewPraktiker März 2012, S. 2 andererseits). Es ist aber, wie bereits ausgeführt, nicht Aufgabe der Gerichte im Spruchverfahren, wirtschaftswissenschaftlich umstrittene Bewertungsfragen zu erklären. Die wirtschaftswissenschaftlich ungeklärte Streitfrage rechtfertigt es, einer anerkannten Expertenauffassung, die noch dazu der bislang weithin üblichen Praxis der Unternehmensbewertung zu entsprechen scheint, bei der richterlichen Beurteilung und Schätzung des Unternehmenswerts besonderes Gewicht beizumessen.

Die Marktrisikoprämie kann jedenfalls nicht direkt beobachtet werden (Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, Wpg 2018, 806 ff., 811). Sie muss daher geschätzt werden (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012 – 21 W 14/11 –, Rn. 69, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 25. Mai 2016 – I-26 W 2/15 (AktE) –, Rn. 63, juris). Dabei fehlt in der Wirtschaftswissenschaft nach wie vor ein konsensfähiges Modell zur Bestimmung der Marktrisikoprämie.

Bislang wurde die Höhe der Marktrisikoprämie klassischerweise aus empirischen Daten abgeleitet (Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert 3. Aufl. 2018, Seite 552), wobei wiederum zahlreiche Fragen in der Wirtschaftswissenschaft umstritten sind, angefangen vom

Betrachtungszeitraum bis hin zur Differenzierung zwischen arithmetischem und geometrischem Mittel.

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

Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willmershausen (WPg 2013, 948 ff., 950 ff.) berichten über tiefgreifende Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien sowie Untersuchungen der Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen vor der Empfehlung des FAUB vom September 2012 zur Absicherung der Grundannahme im Zeitablauf veränderlicher, seinerzeit gestiegener Marktrisikoprämien. Sie verweisen darauf, dass sich aus der Untersuchung der Höhe und Entwicklung von Kurs-Gewinn-Verhältnissen (KGV) erste Hinweise dafür ergäben, dass nicht von einer gesunkenen Gesamterwartung auszugehen sei, sondern dass mit dem extrem niedrigen derzeitigen Basiszinssatz eine im Vergleich zu den letzten Jahren höhere Marktrisikoprämie verbunden sei. Bei rückläufigen Renditeerwartungen müssten die KGV ceteris paribus steigen. Tatsächlich sei ein zum Sinken des risikofreien Zinssatzes in den letzten Jahren gleichgerichtetes Ansteigen des Niveaus des KGV nicht zu beobachten. Als ein empirisch belegtes Indiz für die Richtigkeit der These, ein extrem niedriges Basiszinsniveau korreliere jedenfalls mit einer gestiegenen Marktrisikoprämie, könnte die Parallelentwicklung deutscher Aktienindizes und gesunkener Anleihenrenditen in der zweiten Jahreshälfte 2011 gewertet werden (vgl. Zeidler/Tschöpel/Bertram, WPg 2013, 71, grafisch aufgezeigt am Beispiel des CDAX und der Rendite 10jähriger Bundesanleihen). Auch die Schätzung sog. impliziter Kapitalkosten auf der Basis einer Inversion gängiger Unternehmensbewertungsmodelle zeigt nach einer in der Wirtschaftswissenschaft vertretenen Auffassung, dass das implizite KGV deutlich unterhalb des Vorkrisenniveaus liegt. Auch das spreche dafür, dass die Marktteilnehmer die Gesamtheit der Unternehmen aufgrund einer erhöhten Renditeerwartung oder –forderung systematisch niedriger bewerten als noch vor der Krise (Wagner et al., WPg 2013, 957). Das wiederum deckt sich mit dem Befund der Bundesbank im Monatsbericht vom April 2016, wonach sich bei gleichzeitigem Zinsrückgang die Aktienrisikoprämie mit 7,5% „fast 2 Prozentpunkte oberhalb ihres Zehnjahresmittels“ bewege (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht April 2016, Seite 16, 22). Hierauf berufen sich auch Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner (Wpg 2018, 806 ff., 820).

Eine öffentlich zugängliche und gerichtsbekannte Grafik der Deutschen Bundesbank zur Entwicklung der impliziten Aktienrisikoprämien (Differenz zwischen einer marktimpliziten Rendite und der Rendite von Staatsanleihen) bezogen auf den DAX-Kursindex lässt erkennen, dass die

Risikoprämie jedenfalls seit Mitte 2011 signifikant höher ist als in den Jahren 2005 bis 2009 (<https://www.bundesbank.de> unter „Statistiken“, „Zeitreihen-Datenbanken“, Zeitreihe BBQFS.M.DE.CORP.IMP_RSK_DAX._X.0000). Eine weitere öffentlich zugängliche und gerichtsbekannte Grafik (Quelle: <http://www.marktrisikoprämie.de/de.html>) zeigt eine seit etwa 2008 feststellbare, noch 2019 anhaltend über 5,5% liegende implizite Aktienrisikoprämie mit einem „Einpendeln“ um Werte zwischen 7,0% und 7,5% in den Jahren 2012 bis 2019, mithin auf einem deutlich höheren Niveau als noch zwischen 2000 und 2008. Das entspricht dem oberen Rand des vom FAUB empfohlenen Vorsteuerspektrums.

Die seit 2012 geltende Empfehlung des österreichischen „Fachsenats für Betriebswirtschaft der Kammer der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer“, eine Marktrisikoprämie vor Steuern von 5,5% bis 7,0% anzusetzen (vgl. Bertl, Wpg 2018, 805), entspricht exakt der Empfehlung des FAUB bezogen auf die Vorsteuerbandbreite (vgl. Wollny, a.a.O. Seite 572). Dabei gibt es gerade keine zwingenden Gründe, vom Mittelwert des genannten Vorsteuerspektrums ausgehend die Nachsteuerbetrachtung vorzunehmen (OLG München vom 20. März 2019 (31 Wx 185/17 Ziff. 54)). Aus den bei Knoll (DB 2018, 1933 ff., 1935) abgedruckten Tabellen ergibt sich bei einer Marktrisikoprämie vor Steuern von 7,0% und bei einem Basiszins von 1,00% ein Nachsteuerwert der Marktrisikoprämie von über 5,50%, ganz gleich, ob man nun mit einer Ausschüttungsquote von 40%, 50% oder 60% rechnet.

Verschiedene Gerichte, die mit Spruchverfahren betraut sind, sind der Empfehlung des FAUB gefolgt (vgl. LG Hannover, Beschluss vom 25. Februar 2015 – 23 AktE 7/13 bezogen auf den Bewertungsstichtag 23. November 2012, Entscheidung im Verfahren LG Stuttgart 31 O 50/15 KfH SpruchG vorgelegt als Anlage AG 16; LG Hamburg, Beschluss vom 23. Februar 2016 – 403 HKO 152/14 –, Rn. 53, juris; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26. Januar 2017 – 21 W 75/15 –, Rn. 71, 76; zustimmend Katzenstein, AG 2018, 739 ff., 744; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30. April 2018 – I-26 W 4/16 (AktE) –, Rn. 49, juris bezogen auf einen Stichtag im Mai 2013).

Das LG Stuttgart hat inzwischen mehrfach für verschiedene Bewertungsstichtage entschieden, dass es jeweils noch bei dem Rückgriff auf die Empfehlung des FAUB bleiben könne (LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG; Beschluss vom 13. August 2019 – 31 O 50/15 KfH SpruchG; Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG für den Stichtag 25. Juli 2016; Beschluss vom 24. September 2018 – 42 O 49/16 KfH SpruchG für den Stichtag 08. Juni 2016; Beschluss vom 17. September 2018 – 31 O 1/15 KfH SpruchG –, Rn. 476 ff., juris für den Stichtag 15. Juli 2014; Beschluss vom 12. Mai 2017 – 31 O 61/13 KfH SpruchG bezogen auf den Stichtag 25. April 2013 – Verfahren vor dem OLG Stuttgart durch Vergleich beendet; Beschluss vom 22. August 2016 – 31 O 1/13 KfH SpruchG bezogen auf den Stichtag 15. November 2012). Daran hält die Kammer auch für den vorliegenden Bewertungsstichtag fest.

Das verschiedentlich zitierte „*Großfeld*“-Gutachten betrifft einen Bewertungsstichtag im Jahr 2009 mit ganz anderen Rahmenbedingungen als am hier relevanten Bewertungsstichtag im Jahr 2017. Das aus juristischer Perspektive erstattete Gutachten lässt zudem eigene Analysen vermissen und erscheint teils widersprüchlich. Zur Vermeidung von Wiederholungen verweist die Kammer auf die Ausführungen zu dem Gutachten in einer früheren Entscheidung (LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 355 ff., juris).

Wegen notwendiger Festlegung streitiger Prämissen (etwa: Gewichtung, Gesamtbetrachtungszeitraum, Berücksichtigung geänderter steuerlicher Rahmenbedingungen) und wegen des in der Betriebswirtschaftslehre fehlenden Konsenses über die Ermittlung der Marktrisikoprämie (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 18. Mai 2016 – 12a W 2/15 –, Rn. 68, juris) würde selbst die Einholung eines Gerichtsgutachtens zu Einzelfragen wie etwa der durchschnittlichen Anlagedauer nicht zu einem eindeutigen Ergebnis führen.

c. Internationale Marktrisikoprämie?

Die Antragstellerin (18) hat unter Hinweis auf eine Publikation von *de Vargas* die Frage aufgeworfen, ob methodisch vorzugswürdig eine „internationale Marktrisikoprämie“ herangezogen werden müsse, weil man auch beim Betafaktor (dazu unten) ausschließlich auf im Ausland ansässige Peer Group-Unternehmen zurückgreife (Bl. 883 d.A.).

In der zitierten Publikation vertritt *de Vargas* die Auffassung, dem „globalen CAPM“ liege die zentrale Prämisse zugrunde, dass die Renditeerwartung des rational handelnden inländischen Investors durch ein globales Marktportfolio geprägt werde, das die risikobehafteten Kapitalanlagen in allen weltweit integrierten Kapitalmärkten umfasse. Die Anwendung des „globalen CAPM“ setze aber entgegen einer von *Castedello* vertretenen Gegenauffassung nicht voraus, dass ein globaler anstelle eines inländischen risikolosen Zinssatzes verwendet werde; es gehe (nur) um die risikobehaftete Kapitalanlage (Marktportfolio), nicht um die risikolose Kapitalanlage (Basiszinssatz) (vgl. *de Vargas*, *BewPraktiker* 2021, 117). Schon diese These ist jedoch aus Sicht der Kammer nicht nachvollziehbar begründet.

De Vargas kritisiert sodann, dass sich die Empfehlung des FAUB auf ein nationales Marktportfolio, konkret auf das auf den deutschen Kapitalmarkt beschränkte Marktportfolio beziehe. Der für die Bestimmung der Marktrisikoprämie gewählte Aktienindex müsse aber mit dem für die Regressionsanalyse zur Bestimmung des Betafaktors herangezogenen Referenzindex übereinstimmen (*de Vargas*, *BewPraktiker* 2021, 118). Der Autor erläutert jedoch nicht, woraus sich diese Forderung ergibt. Nach dem Verständnis der Kammer geht es bei der Marktrisikoprämie um den allgemein angemessenen Risikozuschlag für das gegenüber einer „quasi risikolosen“ Anlage (Basiszins) erhöhte Risiko einer Aktienanlage oder eines anderen mit zusätzlichen Risiken verbundenen Marktportfolios als Alternativanlage. Diese Komponente des

Risikozuschlags ist nicht speziell auf das zu bewertende Unternehmen und nicht einmal speziell auf die Branche, der das Unternehmen angehört, bezogen (vgl. IDW S 1 a.a.O. Tz. 115, 118). Der Betafaktor dient hingegen der Berücksichtigung des unternehmensindividuellen Risikos (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 31. März 2021 – 20 W 8/20 –, Rn. 76, juris). Der Risikozuschlag wird ermittelt, indem die Marktrisikoprämie mit dem Betafaktor multipliziert wird (vgl. IDW S 1 2008, Rz. 120; OLG Stuttgart, Beschluss vom 31. März 2021 – 20 W 8/20 –, Rn. 60, juris). Dass man beide Berechnungsparameter, Marktrisikoprämie und Betafaktor, mithilfe desselben Marktportfolios ermitteln müsste, um methodisch konsistent zu bleiben, erscheint der Kammer schon vom Grundansatz her nicht zwingend.

Wirtschaftsprüfer hat dazu ausgeführt: „Bislang ist es aber in Deutschland gängige Praxis, die Marktrisikoprämie ausgehend von den Aktien eines Landes zu ermitteln. Man kann auch sagen, dass das im Betafaktor sich widerspiegelnde objektive Risiko der einzelnen Gesellschaft, um deren Bewertung es geht, losgelöst davon ist. Die Praxis verfolgt weitgehend den Ansatz, dass man, wenn man kein vergleichbares nationales Unternehmen findet, durchaus auch im Ausland sitzende Gesellschaften heranziehen kann, um die Betafaktoren zu berechnen. Immer lässt man die Kursveränderungen gegen den jeweils national breitesten Index laufen; d.h. wenn man eine Aktien eines Peer Group-Unternehmens in den USA betrachtet, würde man den marktbreitesten Index in den USA heranziehen, nicht den von Deutschland. Man hat dann einen Währungsraum und kann daraus Rückschlüsse auf das operative Risiko ziehen. Herr de Vargas nennt in seinem Beitrag aus meiner Sicht auch keine wirkliche Begründung dafür, weshalb man bei den Betafaktoren gegen den MSCI-World-Index regressieren sollte“ (Bl. 1055 d.A.).

Findet man hinreichend aussagekräftige Börsenkurse des zu bewertenden Unternehmens selbst, ist die Anwendung der Ertragswertmethode schon grundsätzlich in Frage zu stellen. Findet man sie nicht, kann man zur Bestimmung des Betafaktors auf eine nationale oder internationale Peer Group zurückgreifen, um das Beta des zu bewertenden Unternehmens zu schätzen. Dass man dies nur bei gleichzeitigem Rückgriff auf eine globale Marktrisikoprämie tun kann, vermag die Kammer beim gegenwärtigen Diskussionsstand nicht nachzuvollziehen, insbesondere wenn man den von Wirtschaftsprüfer angesprochenen Aspekt des Währungsraums berücksichtigt.

Der Ansatz von *de Vargas* erscheint bislang in der Bewertungspraxis keinen Niederschlag gefunden zu haben, also praktisch nicht gebräuchlich zu sein. Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung am 31. Mai 2022 erwähnt, dass der EACVA bereits vor Jahren die Idee verfolgt habe, eine europäische Marktrisikoprämie zu entwickeln und zu errechnen. Das sei bislang nicht gelungen. Was *de Vargas* vorschlage, sei ein Paradigmenwechsel. Der Ansatz einer nationalen Marktrisikoprämie sei bislang in der Bewertungspraxis anerkannt und üblich, und zwar nicht nur in Deutschland, sondern auch im Ausland, und nicht nur bei der Bewertung durch

Wirtschaftsprüfer, sondern auch durch Analysten. Es bleibe daher abzuwarten, ob die von *de Vargas* begonnene Diskussion aufgegriffen werde (Bl. 1054 f. d.A.).

Nach den allgemeinen, oben bereits erörterten Grundsätzen der gerichtlichen Angemessenheitsprüfung (oben 3. c.) sieht die Kammer keinen Anlass, die Vorschläge von *de Vargas* zu einer globalen Marktrisikoprämie im vorliegenden Spruchverfahren weiter zu thematisieren und beispielsweise ein Gutachten zu einer neuen, in der Betriebswirtschaftslehre offensichtlich noch nicht geklärten Streitfrage einzuholen, obwohl noch völlig offen ist, ob die Bewertungspraxis überhaupt Anlass und Wege sieht, die zweifellos interessanten Ansätze von *de Vargas* weiterzuverfolgen.

d. Zwischenergebnis

Die hier verwendete Marktrisikoprämie ist im Ergebnis nicht zu beanstanden.

5. Betafaktor

Die Bewertungsgutachterin hat bei der Bewertung ein zukünftiges unverschuldetes Beta von **0,90** angesetzt und den Betafaktor an die jeweilige Kapitalstruktur in den einzelnen Planperioden und für die ewige Rente angepasst (BewGA Seite 64 Tz. 184). Nach eigenen Analysen hat die sachverständige Prüferin die Angemessenheit des angesetzten unverschuldeten Betafaktors bestätigt (PB Seite 87 Tz. 323). Bei den Berechnungen im Zusammenhang mit der Sensitivitätsanalyse in der Ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin blieb es – unter Berücksichtigung der aktualisierten Planzahlen – bei dem genannten unverschuldeten Betafaktor (ErgStN Bl. 849a Seite 112 Tz. 407).

a. Mangels Börsennotierung und Kapitalmarktdaten kein originäres Beta

Ein unternehmenseigener Betafaktor konnte hier mangels Börsennotierung der Aktie nicht anhand von Kapitalmarktdaten festgestellt werden.

Neben der Sache liegt die hier nicht passende Rüge der Antragsteller 11) bis 15), es müsse „entgegen dem Prüfergutachten der unternehmensindividuelle Betafaktor“ bestimmt und berücksichtigt werden, und hinsichtlich der „angeblich nicht gegebenen Signifikanz“ werde auf einen Aufsatz verwiesen (Bl. 43 d.A.). Auch Antragsteller 26) und 30) meinen, es sei „(am besten) das eigene Beta zu nehmen“ (Bl. 202, 249 d.A.). Die vorgenannten Antragsteller scheinen zu vernachlässigen, dass im Jahr 2015, also zwei Jahre vor dem relevanten Bewertungsstichtag, ein Delisting stattfand, bzw. dass weder im Bewertungsgutachten noch im Prüfungsbericht mit der fehlenden Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors argumentiert wird.

Stichtagsnahe Betafaktoren standen mangels Börsennotierung schlicht nicht zur Verfügung. Die standardisiert erhobene Rüge ist offensichtlich auf andere Spruchverfahren zugeschnitten.

Einzelne Antragsteller fordern die Ermittlung „historischer“ Betafaktoren bis 2015, also des originären Beta vor Delisting (etwa Antragsteller 11) bis 15), 20) bis 22), 25), 29) - Bl. 43, 136, 188, 229 f. d.A.). Derartige veraltete Werte sind aber wegen der gebotenen Stichtagsbetrachtung nicht bewertungsrelevant und nicht aussagekräftig. Ebenso ist unerheblich, auf wessen Betreiben das damalige Delisting durchgeführt wurde (wie hier OLG München, Beschluss vom 11. März 2020 – 31 Wx 341/17 –, Rn. 78, juris). Wären historische (veraltete) Betafaktoren bezogen auf den Bewertungsstichtag noch aussagekräftig und ließen sie also Rückschlüsse auf den Stichtagswert zu, so wäre es konsequent, sogleich auch die damaligen Börsenkurse heranzuziehen. Das verstieße jedoch gegen das Stichtagsprinzip und wäre auch mit der höchstrichterlichen Rechtsprechung zum dreimonatigen Referenzzeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme unvereinbar.

b. Schätzung anhand Peer Group und Auswahl der Peer Group-Unternehmen

Die Schätzung anhand einer Peer Group ist methodisch nicht zu beanstanden (dazu und zur Diskussion über „Branchenbetas“ LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 394, 407 juris).

Es ist nicht zu beanstanden, dass zur Ermittlung von Betafaktoren der Vergleichsgruppe nur Vergleichsunternehmen berücksichtigt werden konnten, die börsennotiert sind und deren Kapitalmarktdaten hinreichend verlässlich eingeschätzt werden können.

Der Antragsteller 6) spricht von drei bzw. fünf von der Bewertungsgutachterin und der sachverständigen Prüferin herangezogenen Vergleichsunternehmen (Bl. 22 d.A.). Er kritisiert die „zu geringe Anzahl deutscher Unternehmen“ in der Peer Group (Bl. 23 d.A.). Seine Kritik scheint sich auf ein anderes Spruchverfahren zu beziehen. Die angegebene Zahl der Vergleichsunternehmen der Peer Group ist unzutreffend, in den beiden Vergleichsgruppen findet sich kein einziges Unternehmen mit Sitz in Deutschland. Die Bewertungsgutachterin hat zwei, die sachverständige Prüferin vier Unternehmen in die Peer Group einbezogen.

Unzutreffend ist die Behauptung der Antragsteller 23) und 24), der „Abfindungsprüfer“ habe letztlich nur das von der Bewertungsgutachterin aus zwei Unternehmen gebildete Mittel „übernommen“ (Bl. 154 f., 172 f. d.A.), und die undifferenzierte Behauptung der Antragstellerin 25), die Peer Group habe nur aus zwei Unternehmen bestanden (Bl. 188 d.A.). Die sachverständige Prüferin hat aus einer Liste von zunächst acht Unternehmen nach sachgerechten Kriterien vier herausgefiltert, die in die eigene Peer Group aufgenommen wurden, und kam dabei zum gleichen Ergebnis (Angemessenheit eines Betafaktors von 0,9) wie die

Bewertungsgutachterin (PB Seite 84 Tz. 311 ff., 312, 323). Es sollte auch nicht übersehen werden, dass die sachverständige Prüferin in ihre Berechnungen einen zweijährigen und dreijährigen Beobachtungszeitraum (wöchentlich) und einen Fünfjahres-Zeitraum (monatlich) einbezogen hat (PB Seite 85 f. Tz. 318 ff.).

Entgegen der Auffassung der genannten Antragsteller kann es keine starren Grenzen oder Mindestanforderungen an die Mindestzahl notwendiger Vergleichsunternehmen geben, die in eine Peer Group-Analyse zur Schätzung des Betafaktors des zu bewertenden Unternehmens einbezogen werden müssten. Das Ziel der Peer Group-Analyse besteht darin, aus der Gesamtheit börsennotierter Unternehmen diejenigen zu finden, anhand derer der zukünftige Betafaktor des Bewertungsobjekts bestmöglichst geschätzt werden kann. Dabei besteht, wie von der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme dargelegt, grundsätzlich ein Spannungsverhältnis zwischen den für eine Aufnahme in die Peer Group gestellten Anforderungen und der Anzahl an Unternehmen, die diese Kriterien erfüllen. „Je enger die Kriterien festgelegt werden, desto weniger Unternehmen verbleiben für die Aufnahme in die Peer Group und desto vergleichbarer sind die ausgewählten Unternehmen“ (ErgStN Bl. 849a Seite 62 Tz. 216). Fasst man die Kriterien weiter, kommen mehr Unternehmen in die Peer Group – was dann aber den Vorwurf verstärken kann, dass nicht (mehr) alle herangezogenen Unternehmen mit dem Bewertungsobjekt vergleichbar seien. Die Antragsteller 23) und 24) behaupten, dass eine Ermittlung aus nur zwei Ausgangswerten oder die Durchschnittsbildung aus nur zwei Vergleichsunternehmen einen „Verstoß gegen die Grundsätze ordnungsgemäßer Bewertung“ bedeute (Bl. 155, 173 d.A.), legen allerdings weder einen Beleg für ihre These vor noch eine nachvollziehbare Begründung. Die sachverständige Prüferin hält hingegen – überzeugend begründet – fest, dass die Verwendung einer Peer Group aus zwei Unternehmen keinen offensichtlichen Verstoß gegen die Grundsätze ordnungsgemäßer Bewertung darstellen (ErgStN Bl. 849a Seite 63 Tz. 218).

Es kann dahingestellt bleiben, ob im Extremfall sogar die Heranziehung des Betafaktors nur eines einzigen vergleichbaren Unternehmens genügen würde, um das Beta des zu bewertenden Unternehmens zu schätzen (vgl. LG München I, Beschluss vom 02. Dezember 2016 – 5HK 5781/15 –, Rn. 148 ff., juris zur nicht beanstandeten Ermittlung des Betas aus einer Peer Group von nur drei Unternehmen ebenfalls mit Sitz im Ausland; OLG München, Beschluss vom 11. März 2020 – 31 Wx 341/17 –, Rn. 81, juris; LG Stuttgart, Beschluss vom 29. Juni 2011 – 31 O 179/08 KfH AktG –, Rn. 112, juris mit sechs Vergleichsunternehmen).

Der Umstand, dass die beiden von der Bewertungsgutachterin herangezogenen Unternehmen und auch alle vier bei der Peer Group-Analyse der sachverständigen Prüferin in der Vergleichsgruppe verbleibenden Unternehmen ihren Sitz im Ausland haben, steht der Heranziehung der entsprechenden Betafaktoren zur Schätzung des Betafaktors der hier zu

bewertenden Gesellschaft ebenfalls nicht entgegen. Die Bildung einer Peer Group mit ausländischen Unternehmen ist in der Rechtsprechung grundsätzlich anerkannt (OLG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2012 – 20 W 6/09 –, Rn. 179, juris m.w.N.; LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 159, juris; LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 405, juris). Hinzu kommt, dass die vier von der sachverständigen Prüferin herangezogenen Vergleichsunternehmen ihren Sitz zwar außerhalb Deutschlands haben, aber unmittelbar oder mittelbar über Tochtergesellschaften im europäischen und im deutschen Markt präsent sind (ErgStN Bl. 849a Seite 64 Tz. 222).

Es ist auch nicht ersichtlich, weshalb – wie von den Antragstellern 23) und 24) sinngemäß behauptet (Bl. 155, 173 d.A.) – die ausländische Börsennotierung gegen die Vergleichbarkeit der Unternehmen sprechen soll. Die sachverständige Prüferin verweist aus Sicht der Kammer zutreffend darauf, dass zwischen dem Börsenplatz, an dem ein Unternehmen orientiert ist, und dem operativen Risiko des Unternehmens grundsätzlich kein Zusammenhang besteht (ErgStN Bl. 849a Seite 67 Tz. 233).

Für die Auswahl der Peer Group-Unternehmen gilt im Übrigen: Die Prognoseeignung von Betafaktoren ist einzelfallbezogen zu würdigen (wie IDW S 1 i.d.F. 2008, Ziff. 7.2.4.1 Rz. 121). Die Anforderungen an die Vergleichbarkeit dürfen nicht überspannt werden, eine absolute Vergleichbarkeit der Peer Group-Unternehmen in allen Punkten ist weder erforderlich noch erreichbar (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 403, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 04. Mai 2011 – 20 W 11/08 –, Rn. 216, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 21. Februar 2019 – 26 W 5/18 (AktE) –, Rn. 67, juris). Die Betätigung auf demselben Markt – selbst auf unterschiedlichen regionalen Absatzmärkten bei vergleichbarer Geschäftstätigkeit – spricht für die Vergleichbarkeit (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG – Rn. 405; Beschluss vom 29. Juni 2011 – 31 O 179/08 KfH AktG –, Rn. 112, juris unter Verweis auf OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.03.2010, 20 W 9/08, Juris Rn. 180 ff). Wenn etwa kein einziger unmittelbarer Wettbewerber des zu bewertenden Unternehmens börsennotiert ist, muss der Kreis der in die Auswahl einbezogenen potentiellen Peer Group-Unternehmen notwendigerweise weiter gezogen werden, um überhaupt eine Peer Group bilden zu können (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 401, juris).

Der erheblich höhere Umsatz der ASSA ABLOY AG (vgl. PB Seite 84 Tz. 311) spricht deshalb entgegen der Auffassung der Antragsteller 23) und 24) (Bl. 155, 173 d.A.) nicht gegen ihre Einbeziehung in die Peer Group.

c. Zu etwaigen weiteren vergleichbaren Unternehmen

Mit Fragen und Kritik mancher Antragsteller bezüglich der „Longlist“, aus der manche zunächst in Betracht gezogene Unternehmen vor Bildung der Peer Group wieder ausgeschieden sind, hat sich die sachverständige Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme ausführlich beschäftigt. Auf die diesbezüglichen, überzeugenden Ausführungen nimmt die Kammer Bezug (ErgStN Bl. 849a Seite 67 Tz. 234 ff.).

Die Antragsteller 1) bis 5) tragen vor, die Schulte-Schlagbaum AG sei ein an der Börse Düsseldorf notiertes, deutsches Vergleichsunternehmen (Bl. 8 d.A.). Die Kritik ist schon wegen zu geringer Liquidität und damit fehlender Aussagekraft der Betafaktoren unberechtigt (ErgStN Bl. 849a Seite 77 Tz. 278).

Die Antragsteller 23) und 24) fordern, unabhängig vom Umfang der Börsenumsätze ausschließlich Betafaktoren der also der Mehrheitsaktionärin, heranzuziehen (Bl. 155, 173 d.A.), der Antragsteller 29) fordert dies „hilfsweise“ (Bl. 229 d.A.). Diesem Anliegen vermag die Kammer nicht zu folgen. In der Wirtschaftswissenschaft und Bewertungspraxis ist zwar umstritten, nach welchen Kriterien die Aussagekraft von Betafaktoren zu beurteilen ist. Klar erscheint aber jedenfalls, dass die Ermittlung fiktiver Betafaktoren anhand lediglich taxierter Kurse ohne tatsächlich stattgefundene Handelsumsätze nicht möglich ist. Dies korrespondiert mit der Frage der Heranziehung von Börsenkursen des zu bewertenden Unternehmens (LG Stuttgart, Beschluss vom 03. April 2018 – 31 O 138/15 KfHSpruchG –, Rn. 116, juris; Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG; Riegger/Wasmann, in FS Stilz, 2014, Seite 513). Die Wertung des Gesetz- bzw. Verordnungsgebers in § 39 Abs. 3 Satz 4 BörsG und § 5 Abs. 4 WpÜG-AngebotsVO sollte auch hier beachtet werden. Desweiteren ist anerkannt, dass bei der Schätzung des Betafaktors statistische Gütekriterien wie das Bestimmtheitsmaß oder der t-Test neben dem Handelsvolumen und dem Bid-Ask-Spread eine Rolle spielen (vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 453, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 133, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 10. März 2014 – I-26 W 16/13 (AktE) –, Rn. 7, juris).

Die Betafaktoren der waren aufgrund zu geringer Liquidität (geringes Handelsvolumen von zwischen 0,06% und 0,07% des Streubesitzes) und vergleichsweise hohem Bid-Ask-Spread von deutlich mehr als 1,25% nicht hinreichend aussagekräftig, wie im Prüfungsbericht angegeben (PB Seite 84 Tz. 314) und in der Ergänzenden Stellungnahme weiter ausgeführt (ErgStN Bl. 849a Seite 80 ff. Tz. 292 ff.).

Der seitens der Antragstellerin 18) behauptete Berechnungsfehler (Bl. 668 Rs. d.A.) liegt nicht vor; die diesbezüglichen Annahmen wurden lediglich durch die Angabe der auf eine

Nachkommastelle gerundeten unverschuldeten Betafaktoren hervorgerufen (ErgStN Bl. 849a Seite 86 Tz. 315 ff.).

Wirtschaftsprüfer hat bei der Anhörung für die sachverständige Prüferin ausgeführt, man sei zu einer Bandbreite zwischen 0,8 und 1,0 gekommen und habe deshalb den Betafaktor von 0,9 für als angemessen angesehen (Bl. 1055 d.A.).

Auch unter Berücksichtigung der weiteren Ausführungen der Antragsteller einerseits und der sachverständigen Prüferin andererseits ist die Schätzung des Betafaktors im vorliegenden Fall sachgerecht erfolgt und nicht zu beanstanden.

6. Wachstumsabschlag

Die Bewertungsgutachterin hat einen Wachstumsabschlag von 0,5% angesetzt (BewGA Seite 64 Tz. 186), den die sachverständige Prüferin als vertretbar bezeichnet und im Ergebnis nicht beanstandet hat (PB Seite 88 Tz. 329 und Seite 89 Tz. 331). Der Parameter wurde aus Sicht der Kammer sachgerecht festgelegt.

Entgegen der von manchen Antragstellern vertretenen Einschätzung muss der bei der individuellen Unternehmensbewertung angesetzte Wachstumsabschlag nicht zwingend der langfristigen Inflationserwartung entsprechen, und ein unter der Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag führt auch nicht auf Dauer zu einem Schrumpfen und vollständigen Verschwinden der Gesellschaft aus dem Markt oder zur Liquidation der Gesellschaft in spätestens 100 Jahren. Dieser Ansatz lässt die Auswirkungen zwischen Wachstum, Thesaurierung, Inflation, persönlicher Besteuerung und Verschuldung außer Betracht. Gerade die Folgen der Thesaurierung müssen in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Selbst ein Wachstumsabschlag von nur 0,5 % repräsentiert keine sinkenden, sondern nachhaltig steigende Erträge (vgl. zum Ganzen LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 415, juris; LG München I, Beschluss vom 30. Mai 2018 – 5 HK O 10044/16 –, Rn. 168, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 158, juris; OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14 –, Rn. 101, juris m.w.N.).

Beim Wachstumsabschlag geht es um die unternehmensspezifische Inflationsrate und die unternehmensspezifische, inflationsbedingte Wachstumsrate, die aber nicht mit dem Wachstum der allgemeinen Inflationsrate übereinstimmen muss. Die konsumorientierte Inflationsrate besitzt keinen direkten Bezug zum Wachstum der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse auf. Die finanziellen Überschüsse des zu bewertenden Unternehmens können über- oder unterproportional wachsen, ohne dass es gemessen an der unternehmensspezifischen Inflationsrate zu einem realen Schrumpfen des Unternehmens kommt. Bezogen auf den

vorliegenden Fall, haben die sachverständigen Prüfer die Zusammenhänge hier noch einmal bestätigt (ErgStN Bl. 849a Seite 90 Tz. 330, Seite 93 ff. Tz. 346 ff.).

Die Antragsteller 23) und 24) ziehen die Argumentation der Bewertungsgutachterin zur Fähigkeit, Preissteigerungen am Markt weiterzugeben, in Zweifel und scheinen (wohl) die erwartete Preiserosion im Branchenumfeld zu leugnen (Bl. 156, 174 d.A.). Der von den Antragstellern angeführte technologische Fortschritt und prognostizierte Produktivitätssteigerungen stellen keine die Kammer überzeugenden Argumente für die Fähigkeit zur vollständigen Weitergabe von Preissteigerungen beim eingekauften Material auf der Absatzseite dar. Der technologische Fortschritt eines Unternehmens ist eher als Voraussetzung für die künftige Beibehaltung der jetzigen Stellung am Markt anzusehen. Hinzu kommt, dass andere Antragsteller im Zusammenhang mit der Marktrisikoprämie eine Rede des früheren EZB-Präsidenten Mario Draghi erwähnen, in der dieser von einem Rückgang des Produktivitätswachstums weltweit und in Deutschland und von einer dadurch bedingten Reduzierung der Profitabilität des Investments (in Aktien) gesprochen habe (etwa die Antragstellerin 25), Bl. 186 d.A.).

Dass technologischer Fortschritt es ermöglichen soll, beim Materialeinkauf (hier für mechanische und mechatronische Komponenten von Schließanlagen) nennenswerte Einsparungen zu erzielen, durch die inflationsbedingte Preissteigerungen vollständig kompensiert werden können, oder dass technologischer Fortschritt in der Branche des primion-Konzerns zu Umsatz-/Mengenwachstum führen soll, ist mit Blick auf die limitierte Nachfrage und den Kundenbedarf ebenfalls nicht ersichtlich. Im Übrigen war am relevanten Absatzmarkt des primion-Konzerns in Frankreich bereits in der Vergangenheit eine Preiserosion zu beobachten (BewGA Seite 26 Tz. 62).

Soweit die Antragstellerin 18) schriftsätzlich ein (vermeintliches) Junktim zwischen der Übernahme der Opertis GmbH, der sinkenden Materialeinsatzquote und der Möglichkeit der Weitergabe von Preissteigerungen hergestellt und hierzu die Erwartung weiterer Ausführungen der sachverständigen Prüferin geäußert hat (Bl. 892 d.A., Tz. 90 f.), konnte sie ihre nicht verständlichen Ausführungen im Termin zur Anhörung nicht erklären. Ihr Bevollmächtigter hat auch auf Nachfrage keine konkreten, vermeintlich noch offenen Fragen zu diesem Punkt gestellt (Bl. 1056 d.A.).

Wegen der zahlreichen weiteren Fragen und Kritikpunkte der Antragsteller in Bezug auf die Höhe des Wachstumsabschlags verweist die Kammer auf die detaillierten Ausführungen in der Ergänzenden Stellungnahme der sachverständigen Prüferin, denen aus Sicht der Kammer nichts hinzuzufügen ist.

7. Gesamtergebnis

Die bei der Ertragswertberechnung zugrunde gelegten Parameter des Kapitalisierungszinssatzes sind aus Sicht der Kammer angemessen.

IV. Ableitung des Ertragswerts des betriebsnotwendigen Vermögens

Der Unternehmenswert beläuft sich somit zum Bewertungsstichtag auf rund 59.035 TEUR, wenn man von einer nachhaltigen EBITDA-Marge von 13,7% ausgeht (zu den Berechnungen vgl. ErgStN Seite 112 f. Tz. 408 und 409).

V. Bewertung von Sonderwerten und des nicht betriebsnotwendigen Vermögens

Nicht betriebsnotwendiges Vermögen führt im vorliegenden Fall nicht zu einer Erhöhung der Abfindung.

Wie im Bewertungsgutachten dargestellt und im Prüfungsbericht bestätigt (BewGA Seite 67 Tz. 194 ff.; PB Seite 90 ff. Tz. 339), existieren zwar drei Tochtergesellschaften, die prinzipiell als Sonderwerte angesetzt werden könnten. Diese sind aber nicht aktiv, verfügen über keine wesentlichen Vermögensgegenstände und hätten aufgrund teils nicht durch Vermögenseinlagen gedeckter Fehlbeträge einen negativen Wert. Dass sie im Ergebnis zugunsten der abzufindenden Minderheitsaktionäre mit 0 EUR angesetzt wurden, ist nicht zu beanstanden. Steuerliche Verlustvorträge bei den nicht operativen Gesellschaften waren auf Basis des bestehenden Unternehmenskonzepts nicht nutzbar (ErgStN Bl. 849a Seite 108 Tz. 395). Die vom Antragsteller 18) verlangte Bewertung (Bl. 111 d.A.) inaktiver Tochtergesellschaften würde sich nicht abfindungserhöhend auswirken.

Vereinzelt thematisieren Antragsteller den immateriellen Wert von Marken des Konzerns (so etwa die Antragstellerin 30), Bl. 251 d.A.). Die genannten Marken dienen aber unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens noch einmal Berücksichtigung finden kann (wie hier LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 169, juris m.w.N.; LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 430, juris).

Die von den Antragstellern 1-5) gestellte Frage der nicht betriebsnotwendigen Liquidität (Bl. 9 d.A.) wurde von der sachverständigen Prüferin in der Ergänzenden Stellungnahme beantwortet (ErgStN Bl. 849a Seite 105 ff. Tz. 386 ff.). Anlass zu einer Bewertungskorrektur ergeben sich daraus nicht.

Fragen der Antragstellerin 18) zur potentiellen Nutzbarkeit steuerrechtlicher Verlustvorträge wurden bei der Anhörung angesprochen, haben aber, wie bereits aus dem Prüfungsbericht ersichtlich und von Wirtschaftsprüfer nochmals bestätigt, keine materiellen Auswirkungen auf den Wert je Aktie (Bl. 1057 d.A.).

VI. Berechnung des anteiligen Unternehmenswerts

Der anteilige Unternehmenswert zum Bewertungsstichtag beläuft sich auf Basis der zum Bewertungsstichtag aktualisierten Parameter (und einer als nachhaltig angenommenen EBITDA-Marge von 13,7%) auf 10,64 EUR pro Aktie und liegt unterhalb der angebotenen Barabfindung.

VII. Börsenkurs

Ein durchschnittlicher, nach Umsatz gewichteter Börsenkurs der Aktie kann zur Bemessung der Abfindung im vorliegenden Fall nicht herangezogen werden, weil es in dem nach der höchstrichterlichen Rechtsprechung maßgeblichen Dreimonatszeitraum vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme mangels Börsenzulassung keine aussagekräftigen Börsenkurse gab (zum Referenzzeitraum BGH, Beschluss vom 19. Juli 2010 – II ZB 18/09 –, BGHZ 186, 229 ff., „Stollwerck“, Rn. 21, 22; vgl. schon OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009 – 20 W 2/08 –, juris Rn. 97 ff.; Stilz, ZGR 2001, 875 ff., 888). Das „Delisting“ hatte bereits 2015 stattgefunden.

Der Vortrag der Antragstellerin 23), die Einstellung der Börsennotierung habe zu einem „besonders sorgsamem Vorgehen herausgefordert“ (Bl. 146 d.A.), ist unverständlich. Bei der Unternehmensbewertung zur Bestimmung und Überprüfung der Abfindung anlässlich einer aktienrechtlichen Strukturmaßnahme ist stets ein – hier aber gewahrtes – sorgfältiges Vorgehen geboten, ganz unabhängig von einer früheren Börsennotierung des Unternehmens. Dass bei aussagekräftigen Börsenkursen im Referenzzeitraum eine Ertragswertbetrachtung entbehrlich sein kann (dazu LG Stuttgart, Beschluss vom 08. Mai 2019 – 31 O 25/13 KfH SpruchG und oben I. 3. und 4.), ist hier nicht relevant. Die von manchen Antragstellerin thematisierte Frage, auf wessen Betreiben und mit welcher Zielsetzung im Jahr 2015 das „Delisting“ durchgeführt wurde, berührt die Angemessenheit der Abfindung nicht.

Die Antragstellerin 30) thematisiert den auch 2017 noch erfolgten Handel von primion-Aktien bei der „VEH Valora Effekten Handel“ (Bl. 252 d.A.). Außerbörsliche Transaktionen nach dem Bewertungsstichtag haben jedoch für die hier gebotene Stichtagsbewertung von vornherein keine Relevanz.

VIII. Sonstige Erwägungen

Der Anregung einiger Antragsteller, die Antragsgegnerin aufzufordern, Vorerwerbspreise mitzuteilen, oder diese anderweitig zu ermitteln, war nicht nachzugehen. Denn an der Börse bezahlte Preise für die Aktie werden im Referenzzeitraum von drei Monaten vor Bekanntgabe der geplanten Strukturmaßnahme über den berechneten umsatzgewichteten Durchschnittskurs berücksichtigt, sofern – wie hier nicht – innerhalb des Referenzzeitraums ein Börsenhandel stattfindet. Außerbörslich bezahlte Vorerwerbspreise sind nicht bewertungsrelevant (zu den Argumenten vgl. LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 468, juris).

IX. Ergebnis für die Angemessenheit der Abfindung

Die anlässlich des Squeeze Out angebotene Abfindung pro Aktie liegt über dem anteiligen Unternehmenswert und ist angemessen. Gründe für eine Erhöhung durch das Gericht gibt es nicht.

D. Verfahrensfragen, Verfahrensanhträge, Nebenentscheidungen

I. Verfahrensfragen, Verfahrensanhträge

Soweit einige Antragsteller die Anordnung der Vorlage weiterer Unterlagen wie etwa von Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer aus Bewertungsarbeiten gefordert haben, setzt eine solche Anordnung gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG die hier nicht gegebene Entscheidungserheblichkeit der entsprechenden Unterlagen voraus. Hinzu kommt, dass wegen § 51b Abs. 4 WPO noch nicht einmal die Antragsgegnerin als Auftraggeberin gegenüber den beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften einen durchsetzbaren Anspruch auf Vorlage ihrer internen, für Bewertungs- bzw. Prüfungszwecke angefertigten Arbeitspapiere hat (wie hier LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 475, juris; LG München I, Beschluss vom 28. April 2017 – 5 HK O 26513/11 –, Rn. 181, juris; OLG Karlsruhe, Beschluss vom 10. Januar 2006 – 12 W 136/04 –, Rn. 27, juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 07. Mai 2008 – I-26 W 16/06 AktE –, Rn. 22, juris unter Hinweis auf einen Beschluss vom 20. Oktober 2005 – 19 W 11/04 AktE).

Ein von manchen Antragstellern generell, von anderen zu Einzelaspekten der Bewertung gefordertes Sachverständigengutachten ist auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes im Spruchverfahren nur bei Bedarf einzuholen. In § 8 Abs. 2 SpruchG kommt die zentrale Rolle zum Ausdruck, die der Gesetzgeber dem sachverständigen Prüfer und dessen hier durchgeführter Anhörung verleiht (OLG Stuttgart, Beschluss vom 27. Juli 2015 – 20 W 5/14; OLG Zweibrücken, Beschluss vom 02. Oktober 2017 – 9 W 3/14 –, Rn. 19). Die Kammer sieht im vorliegenden Fall keinen Bedarf einer (weiteren) Begutachtung, weil die

Angemessenheit der Abfindung auf der Grundlage der im Verfahren gewonnenen Erkenntnisse und Überzeugungen auch ohne derartige Schritte feststeht und kein weiterer Aufklärungsbedarf besteht. Der Schutz der Minderheitsaktionäre gebietet es grundsätzlich nicht, im Spruchverfahren neben dem sachverständigen Prüfer einen weiteren gerichtlichen Sachverständigen hinzuzuziehen (OLG Stuttgart, Beschluss vom 31. März 2021 – 20 W 8/20 m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 08. September 2016 – 21 W 36/15 –, Rn. 48; LG Stuttgart, Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG –, Rn. 476 juris; OLG Düsseldorf, Beschluss vom 09. Mai 2022 – I – 26 W 3/21, ZIP 2022, 1269 ff.).

Die an der Prüfung beteiligten sachverständigen Prüfer wurden gemäß § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG sowohl schriftlich in Form der Ergänzenden Stellungnahme als auch mündlich am 31. Mai 2022 angehört. Alle Beteiligten hatten hinreichend Gelegenheit zur Stellungnahme. Die nach Vorlage der Ergänzenden Stellungnahme eingegangenen Schriftsätze wurden im Rahmen der Anhörung am 31. Mai 2022 berücksichtigt. Am Ende des Anhörungstermins wurden keine weiteren Fragen an die sachverständige Prüferin mehr gestellt (Bl. 1057 d.A.). Es besteht kein weitergehender Aufklärungsbedarf, so dass die Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens entbehrlich ist.

II. Kostenentscheidung, Geschäftswertfestsetzung, Beschwerdemöglichkeit

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

§ 23 Nr. 14 GNotKG geht im Grundsatz davon aus, dass im Spruchverfahren die Antragsgegnerin Schuldnerin der Gerichtskosten ist. Diese können nach § 15 Abs. 1 SpruchG ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Bloßes Unterliegen genügt, anders als bei § 91 ZPO, nicht, um unter Billigkeitsgesichtspunkten eine Kostentragungspflicht der Antragsteller hinsichtlich der Gerichtskosten und der Kosten der Antragsgegnerin zu begründen. Die Gerichtskosten können den Antragstellern in Spruchverfahren unter Billigkeitserwägungen bei offensichtlicher Unzulässigkeit oder Unbegründetheit oder bei Rechtsmissbräuchlichkeit auferlegt werden (vgl. BGH, Beschluss vom 13. Dezember 2011 – II ZB 12/11 Rn. 22 ff.: offensichtliche Unzulässigkeit bejaht bei unzureichender, den Mindestanforderungen nicht genügender Antragsbegründung; OLG Stuttgart, Beschluss vom 21. Dezember 2018 – 20 W 11/17: wenn es um „komplexe Fragestellungen“ geht, könne es aber bei der Kostenlast der Antragsgegnerin bleiben; ebenso BeckOGK/Drescher, 1.2.2022, SpruchG § 15 Rn. 20; vgl. auch Koch, in Koch, AktG 16. Aufl. 2022, § 15 SpruchG Rn. 4; Schmitt/Hörtnagl/Hörtnagl, 9. Aufl. 2020, SpruchG § 15 Rn. 13).

Die Anträge der Antragsteller 41) und 50) sind offensichtlich unzulässig, denn ihnen ist es trotz Bestreitens, gerichtlicher Fristsetzung und weiterem gerichtlichem Hinweis (vgl. oben B. III. 2.) nicht gelungen, ihre Antragsberechtigung fristgerecht oder wenigstens bis zum Anhörungstermin nachzuweisen. Der Nachweis der Antragsberechtigung betrifft keine komplexe Fragestellung. Die genannten Antragsteller haben daher nach den oben dargestellten Grundsätzen einen Teil der Gerichtskosten mitzutragen (vgl. auch LG Stuttgart, Beschluss vom 20. Dezember 2018 – 31 O 38/16 KfH SpruchG; Beschluss vom 07. Oktober 2019 – 31 O 36/16 KfH SpruchG).

Der Anteil der von den betroffenen Antragstellern gehaltenen Aktien an der Gesamtzahl der von allen Antragstellern bis zur Übertragung gehaltenen Aktien ist nicht bekannt, weil nicht alle Antragsteller Angaben nach der Soll-Vorschrift des § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG gemacht haben. Es kann deshalb nur eine an der Gesamtzahl der Antragsteller orientierte Kostenquote bestimmt werden. Bezogen auf den im Innenverhältnis von ihnen zu tragenden Anteil der Gerichtskosten haftet auch die Antragsgegnerin als Gesamtschuldnerin. Das ergibt sich aus §§ 23 Nr. 14, 32 GNotKG (Wilsch, in Korintenberg, Gerichts- und Notarkostengesetz, 20. Aufl. 2017, § 23 Rn. 13).

Werden die Anträge der Antragsteller im Spruchverfahren zurückgewiesen, so ist kein Raum für eine Übernahme außergerichtlicher Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin nach § 15 Abs. 2 SpruchG (BeckOGK, SpruchG § 15 Rn. 24). Dementsprechend tragen alle Antragsteller ihre außergerichtlichen Kosten selbst.

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

2. Geschäftswert für die Gerichtsgebühren

Der von Amts wegen festzusetzende Geschäftswert für die Gerichtsgebühren (§ 79 Abs. 1 GNotKG) entspricht dem gesetzlichen Mindestwert von 200.000 EUR (§ 74 GNotKG).

3. Rechtsbehelfe

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

Rechtsbehelfsbelehrung

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

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

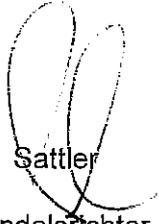
Rechtsbehelfe können auch als elektronisches Dokument eingelegt werden. Eine Einlegung per E-Mail ist nicht zulässig. Wie sie bei Gericht elektronisch einreichen können, wird auf www.ejustice-bw.de beschrieben.


Dr. Schumann

Vorsitzender Richter
am Landgericht


Konz

Handelsrichter


Sattler

Handelsrichter

Vermerk gem. § 38 Abs. 3 Satz 3 FamFG

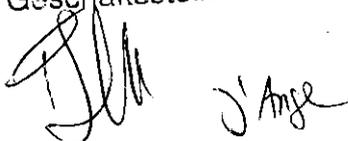
Unterschriebener Beschluss zur Geschäftsstelle gelangt am 12.09.2022


Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle

Beglaubigt
Stuttgart, den 04. OKT. 2022

Urkundsbeamtin der Geschäftsstelle
Landgerichts




J'Ange