Beglaubigte Abschrift

Landgericht Berlin
Az.: 102 O 2/18 .SpruchG

Beschluss

In dem Rechtsstreit

gegen

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 07.03.2023 beschlossen:

1. Der angemessene Abfindungsbetrag gemäß § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der Pelikan AG wird auf jeweils 1,14 EUR für eine Stückaktie der Gesellschaft festgesetzt.

2. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin

zu tragen.

3. Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens zu erstatten. Ausgenommen hiervon sind die Antragsteller zu 16), 17), 28), 47) 56), 57) und 58). Diese haben ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen.

4. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf 200.000,00 EUR festgesetzt.

5. Die Beschwerde wird nicht zugelassen, soweit die Beschwer EUR 600,- nicht übersteigt.

Gründe:

I.

Mit dem vorliegenden Spruchverfahren begehren die Antragsteller mit unterschiedlicher Argumentation die Verbesserung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der (ehemaligen) Pelikan AG auf Betreiben der Mehrheitsaktionärin | (im Folgenden auch kurz als be-zeichnet).

Die Pelikan AG hatte ihren Sitz in Berlin und war in das Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg zur HRB 7129 B eingetragen. Nach § 2 der Satzung des Unternehmens lag der Unternehmensgegenstand in der Gründung und dem Erwerb von sowie der Beteiligung an Unternehmen, die sich in den folgenden Bereichen betätigen:

- Herstellung und Vertrieb von Papier-, Bürobedarfs- und Schreibwaren, Schulbedarf, Druckereierzeugnisse, EDV-Zubehör, Büromöbeln und-Geräten, Spielwaren und Verwandtenerzeugnissen sowie Handel mit diesen Artikeln,
- Dienstleistungen, insbesondere auf den Sektoren des Marketings, Vertriebs und Handels,
- Handel mit Investitionsgütern Rohstoffen,
- Logistik- und Datenverarbeitungsleistungen aller Art,

- Entwicklung und Herstellung von Maschinen,
- Grundstücksgeschäfte aller Art, einschließlich des Halten und Verwalten von Grundstücken, der Errichtung von Bauten, des Betriebs von Gewerbekomplexen und der Erbringung von Dienstleistungen in diesen Bereichen,
- Erforschung, Entwicklung und Vermarktung neuer Technologien.

Das Geschäftsjahr entsprach dem Kalenderjahr.

Das Grundkapital der Pelikan AG betrug 242.256.637 € und war eingeteilt in 242.256.637 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils 1 € pro Aktie. Die Aktien waren zum Handel im regulierten Markt der Frankfurter Wertpapierbörse sowie im elektronischen XETRA-Handel zugelassen und wurden unter der ISIN DE0006053101 gehandelt.

Die Pelikan AG war aus der ehemaligen Herlitz AG hervorgegangen, welche im Jahr 2010 von der Antragsgegnerin übernommen worden war. Ende des Jahres 2013 übertrug die Herlitz PBS AG ihr Vermögen in Form einer Verschmelzung auf die Herlitz AG, um die Unternehmensstruktur zu vereinfachen. Die im Oktober 2017 vorhandene Konzernstruktur ist entstanden, indem durch bzw. deren Tochterunternehmen im Mai 2015 acht ausländische sowie zwei inländische Pelikan-Gesellschaften sowie eine Logistikimmobilie in Falkensee bei Berlin in eingebracht worden waren. Die Einbringung erfolgte durch Sacheinlage gegen Gewährung von 231.224.500 Stückaktien zu einem Gesamtausgabebetrag von 231,2 Mio. €. Hiervon entfielen 181,2 Mio. € auf die eingebrachten Gesellschaften sowie 50 Mio. € auf die Immobilie in Falkensee. Das Eigenkapital der Gesellschaft erhöhte sich durch diese Maßnahmen von 10,9 Mio. € im Jahr 2014 auf knapp 242,3 Mio. € in 2015, die Bilanzsumme wuchs im Geschäftsjahr 2015 um 295,7 Mio. € von 33,8 Mio. € auf 329,5 Mio. €. In der Folge wurde in Pelikan AG umbenannt. Darüber hinaus wurde im September 2015 rückwirkend zum 1. Januar 2015 auf die Pelikan AG verschmolzen. Schließlich erfolgte zum 30. Dezember 2016 der Erwerb der Pelikan Taiwan, während zum 31. Mai 2017 die POS Servicegesellschaft mbH mit Sitz in Falkensee veräußert wurde.

Die Pelikan-Gruppe, zu der Gesellschaften in Europa, Lateinamerika, Asien sowie im mittleren Osten gehören, zählt zu den führenden Markenanbietern von Produkten aus dem Bereichen Papier, Büro- und Schreibwaren (PBS). Sie bietet ihr Produktportfolio unter den Marken Pelikan, herlitz (jeweils PBS-Artikel), Susy-Card (Papeterie und Grußkarten) sowie Geha (Büroprodukte) an.

Intern ist das Geschäft in die regionalen Segmente „D-A-CH", „Europa ohne D-A-CH", „Lateinamerika", „Asien und Mittlerer Osten" sowie in das Funktionssegment „Services" aufgegliedert. Der Pelikan AG kam im Segment „Services" zum einen die Funktion einer Holdinggesellschaft zu, zum anderen betrieb sie in Falkensee eine eigene Fertigung für Papierprodukte, deren Abnehmer die Pelikan Deutschland Vertriebsgesellschaft war. Weitere Fertigungsstätten befanden sich in Polen, Mexiko und Kolumbien. Eine Herstellung von Produkten fand darüber hinaus bei der PBS-Produktionsgesellschaft in Hannover statt, die zwar zur Antragsgegnerin gehört, aber nicht Teil der Pelikan-Gruppe ist.

Neben den Vertriebsgesellschaften gehören zur Pelikan Gruppe die Beteiligungsunternehmen „eCom Logistik" und „Mercoline, die jeweils im Logistik- und IT-Bereich tätig sind.
Das Sortiment der Geha GmbH ist hauptsächlich auf Bürogeräte, vor allem Drucker, Laminiergeräte sowie Beamer ausgelegt. Der Unternehmensteil SusyCard hat sich auf den Vertrieb von Geschenkkarten und Dekorationsartikeln spezialisiert. Das relativ traditionell aufgestellte Unternehmen gilt vor allem wegen der hohen Qualität der Karten als führend.

Unter der Marke Herlitz wird eine breite Produktauswahl rund um das Thema Schule angeboten, vertrieben wenn etwa Stifte, Schulranzen, Bastelzubehör, Ordner, Hefte, Blöcke und weitere verwandte Artikel. Unter der Marke Pelikan werden hauptsächlich Produkte zum Malen und Schreiben angeboten

Die Markennutzung für die Produkte der Unternehmensgruppe richtet sich darüber hinaus an der jeweiligen Region aus, in der diese vertrieben werden sollen. Während die Marke Pelikan vorwiegend in Europa und Lateinamerika sowie in Japan und Taiwan – hier für den Bereich „Fine Writing Instruments" verwendet wird, ist die Marke Herlitz in Deutschland sowie Osteuropa zu finden.

Während die Herlitz AG im Jahr 2014 bei einem Umsatz von 94,1 Mio. € noch ein negatives Ergebnis von -1,6 Mio. € erzielt hatte, stiegen sowohl Umsätze als auch die Ergebnisse vor Zinsen und Steuern infolge des Konzernumbaus in den Jahren 2015 und 2016 deutlich an. So erzielte die Pelikan-Gruppe im Geschäftsjahr 2016 bei einem Konzernumsatz von 247,9 Mio. € eine EBIT-Marge von 6,1 % nach einer solchen von 4,4% im Geschäftsjahr 2015, in dem die Umsätze noch bei 206,15 Mio.€ gelegen hatten.

Der Hauptmarkt der Pelikan-Gruppe ist der D-A-CH-Raum, in dem im Jahr 2016 fast 56 % der

Konzernumsätze mit Dritten generiert wurden. Innerhalb dieses Segments ist Deutschland mit rund 25 % der europaweit erzielten Umsätze der bedeutendste Absatzmarkt des Konzerns. Die in der Region erzielte EBIT-Marge lag im Jahr 2016 bei 2,0 %.

Mit Schreiben vom 7. März 2017 hat die Hauptaktionärin das förmliche Verlangen ein Vorstand gerichtet, die Hauptversammlung der Pelikan AG über die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf gegen Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen zu lassen, § 327a AktG. Mit Schreiben vom 23. August 2017 hat die Mehrheitsaktionärin ihr Übertragungsverlangen weiter konkretisiert und in diesem Rahmen die ihrer Auffassung nach angemessenen Barabfindung mit 1,11 € je Aktie der Pelikan bekannt gegeben.

Zu diesem Zeitpunkt hielt mittelbar und unmittelbar 238.907.710 Aktien an der Pelikan AG, was einem rechnerischen Anteil von rund 98,6 % am Grundkapital entsprach. Dabei befanden sich 64.374.075 Aktien im unmittelbaren Besitz der , 1.110.000 Aktien im Besitz der Pelikan Nederland B.V., 123.313.635 Aktien wurden von der Pelikan Holding AG mit Sitz in der Schweiz gehalten und weitere 50 Mio. Aktien von der Molkari Vermietungsgesellschaft mbh & Co KG. Die übrigen Aktien befanden sich im Streubesitz, eigene Anteile hielt die Gesellschaft nicht.

Die Hauptversammlung der Pelikan AG stimmte am 6. Oktober 2017 der Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin zu. Zu diesem Zeitpunkt war der Anteil des Aktienbesitzes der Antragsgegnerin unverändert geblieben. Als Kompensation für diese Maßnahme setzte die Antragsgegnerin eine Barabfindung in Höhe von 1,11 € je Stückaktie fest. Die von der Antragsgegnerin mit der Bewertung der Pelikan AG beauftragte Wirtschaftsprüfungsgesellschaft war im Rahmen ihrer gutachtlichen Stellungnahme vom 21. August 2017 zu dem Ergebnis gelangt, dass der Ertragswert der Gesellschaft zum Tag der Hauptversammlung bei 258,2 Mio. € lag, was rechnerisch einem Betrag von 1,11 € je Stückaktie entsprach. Der Börsenkurs spielt in diesem Zusammenhang als mögliche Wertuntergrenze keine Rolle, da dieser im Dreimonatsschnitt bis einschließlich 6. März 2017 mit 0,73 € ermittelt worden war.

Die Angemessenheit einer Abfindung in Höhe von 1,11 € je Aktie war vor der Fassung des Übertragungsbeschlusses mit Gutachten vom 28. August 2017 durch die vom Gericht bestellte Prüferin bestätigt worden.

Die der Wertermittlung zugrunde liegende Mehrjahresplanung der Pelikan AG für die Jahre 2017 bis 2019 wurde am 5. Dezember 2016 vom Aufsichtsrat der Gesellschaft verabschiedet. Es handelte sich um das Ergebnis des regulären Planungsprozesses der Gesellschaft, der im Juli 2016 initiiert worden war. Die Planung umfasste die Budgetplanung für das Jahr 2017 sowie die Mittelfristplanung für die beiden Folgejahre. Die Planung der Umsatzerlöse der einzelnen Konzerngesellschaften erfolgte dabei „Bottom Up" auf der Ebene einzelner Kunden und Vertriebskanäle. Soweit sich die Gesellschaften im Ausland befanden, wurden die Planungsrechnungen in der jeweils lokalen Währung erstellt und anschließend auf Basis der zum Planungszeitpunkt aktuellen Wechselkurse in Euro umgerechnet. Die Budgetplanung für das Jahr 2017 wurde im August 2017 vom Vorstand unter Berücksichtigung der im 1. Halbjahr 2017 erzielten Ergebnisse überprüft. In der Folge ging der Vorstand davon aus, dass für das Gesamtjahr zwar ein höherer Umsatz, jedoch ein geringeres EBIT als in der Planung vorgesehenen erzielt würden.

Nach der Planung sollte über die Detailplanungszeitraum eine Umsatzsteigerung von durchschnittlich 3,2 % pro Jahr erreicht werden, bei unterproportionalem Anstieg von Material- und Personalaufwendungen.

Für die umsatzstärkste Region D-A-CH war für das erste Planjahr 2017 ein Rückgang des Umsatzes infolge einer Bereinigung des Produktportfolios vorgesehen. Die Wachstumsrate über den gesamten Detailplanungszeitraum soll bei 1,9 % liegen, während die EBIT-Marge deutlich von 4,2 % in 2017 auf 6,6 % in 2019 steigen soll. Ein deutlich höheres Wachstum von 5,8 % im Schnitt wird für die sonstige Region Europa erwartet, da vor allem das gesamtwirtschaftliche Wachstum in Osteuropa deutlich über dem gesamteuropäischen Niveau liegen soll. Eine ähnliche Wachstumsrate wird für Lateinamerika prognostiziert, wo neben der Ausweitung des Produktportfolios eine stärkere Nutzung des Vertriebs über den Großhandel und über Online-Plattformen vorgesehen ist. Die EBIT-Marge soll trotz des Wachstums der Außenumsatzerlöse im Bereich zwischen 20,0 % und 21,0 % stagnieren. Ein Anstieg von Umsätzen und EBIT im Höhe von 11,2 % beziehungsweise 9,2 % wird hingegen für die Region Asien und Mittlerer Osten erwartet.

Das unmittelbar bei der Pelikan AG angesiedelte Segment Services erbringt überwiegend Produktions- und Serviceleistungen für andere Konzerngesellschaften. Das EBIT
des Segments ist insgesamt durchgehend negativ, soll sich im Detailplanungszeitraum aufgrund von Effizienzverbesserungen auf der Kostenseite aber deutlich verbessern.

Im Zeitpunkt des Bewertungsstichtages befand sich die Gesellschaft nach Angaben der Bewertungsgutachterin noch in der Umsetzungsphase des von ihr durch die wesentliche Änderung der Konzernstruktur im Jahr 2015 angestoßenen umfangreichen Restrukturierungs- und Ergebnisoptimierungsprogramms.

Für die Plausibilisierung der Planung haben sowohl Bewertungsgutachterin als auch Abfindungsprüferin auf makroökonomische Indikatoren zurückgegriffen, wobei sowohl die Inflationsrate als auch die allgemeine konjunkturelle Entwicklung als diejenigen Faktoren definiert, welche einen wesentlichen Einfluss auf den PBS-Markt in den Absatzgebieten der Pelikan-Gruppe haben. Die Bewertungsgutachterin betont hinsichtlich des PBS-Markts, dass dieser stark fragmentiert und vom Wettbewerb sowohl durch regionale als auch durch multinationale Wettbewerber geprägt sei. Auf Kundenseite bestehe wegen der weitgehenden Austauschbarkeit der Produkte eine nur geringe Markenloyalität sowie eine damit einhergehende Preis-Sensitivität. Der wesentliche Teil des globalen Marktvolumen konzentriert sich mit über 50 % auf Nord- und Südamerika, die Märkte Europa und Asien-Pazifik folgen mit jeweils rund 23 % und 20 %.

Darüber hinaus haben beide Bewerter Marktstudien herangezogen, welche die vergangene und die erwartete Entwicklung des globalen PBS-Marktes zum Gegenstand haben. Die Barabfindungsprüferin ist insoweit zu dem Ergebnis gelangt, dass das für den Konzern geplante Umsatzwachstum - je nach betrachteter Absatzregion - zum Teil innerhalb sowie zum Teil auch oberhalb des Korridors liegt, welcher sich aus der in den verwendeten Marktstudien prognostizierten Bandbreite ergibt. Im Hinblick auf die Daten der im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors zusammengestellten Peer Group lag das Wachstum in der Detailplanungsphase innerhalb von Median und Mittelwert der Vergleichsunternehmen. Allerdings lagen für einen Teil dieser Unternehmen keine Prognosen vor, während das Wachstum der weiteren Unternehmen – jeweils bezogen auf die Veränderung zum Vorjahreszeitraum – zwischen -23,6 % und 34,3 % schwankte. Die EBITDA- und EBIT-Margen der Pelikan-Gruppe erreichen im gesamten Prognosezeitraum nicht die Durchschnittswerte der Peer Group, wobei auch hier deutliche Schwankungen zwischen 2,7 % und 25,3 % für die EBITDA-Margen sowie 1,8 % und 20,3 % für die EBIT-Margen festgestellt wurden.

Insgesamt ergeben sich für die Aussichten der Pelikan-Gruppe deutliche Unterschiede zwischen bereits entwickelten Märkten wie der D-A-CH-Region und noch aufstrebenden Märkten wie Lateinamerika und Asien sowie dem Mittleren Osten. Als Stärken der Pelikan im Marktumfeld wurden insbesondere die Markenpräsenz, die Produktvielfalt sowie die Qualitätsführerschaft

im Bereich von Schulartikeln und Schreibgeräten identifiziert. Als Risiken für die Realisierbarkeit der Planung sah die Barabfindungsprüferin insbesondere die Anfälligkeit des Ergebnisses für Wechselkursschwankungen sowie die Anpassung an die fortschreitende Digitalisierung.

Die nachhaltige EBITDA-Marge in der Phase der ewigen Rente hat mit 11,5 % bemessen und damit im Vergleich zum letzten Planjahr 2019 aufgrund von Annahmen des Vorstands zu bestehenden Risiken und der unsicheren wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen in den einzelnen relevanten Regionen, insbesondere im Mittleren Osten, in Mexiko, Kolumbien und Argentinien sowie in China einen Abschlag von 0,4 % vorgenommen. Mit diesem Abschlag sollen Risiken hinsichtlich der notwendigen Produktsortimentsbereinigungen, den angestrebten Produktinnovationen, der Digitalisierung, des Eintritts neuer Wettbewerber u.a. aus China sowie der geplanten Logistikmaßnahmen berücksichtigt werden. Die genannten Negativfaktoren seien in den Planansätzen für das Jahr 2019 nicht enthalten gewesen, sondern würden sich erst langfristig auswirken. Die Barabfindungsprüferin hielt diese Vorgehensweise für plausibel.

Für die Detailplanungsphase wurden, entsprechend der vorliegenden Planung, keine Ausschüttungen vorgesehen. Vielmehr sollte zum Aufbau von Liquidität eine vollständige Thesaurierung der erwirtschafteten Mittel stattfinden. Für die Phase der ewigen Rente nahmen Bewerterin und Prüferin eine (typisierte) Ausschüttungsquote von 50 % an.

Für die Berechnung des Unternehmenswerts verwendeten und ähnliche Parameter. Während einen gerundeten Basiszinssatz von 1,25 % ermittelt hat, lag der ungerundete Stichtagswert nach den Berechnungen der Barabfindungsprüferin höher, nämlich bei 1,325 %. Für den Ansatz der Marktrisikoprämie folgten beide der Empfehlung des FAUB des IDW und sahen eine solche von 5,5 % nach Steuern als angemessen an. Betreffend die Ermittlung des Betafaktors herrschte zwischen Bewertungsgutachterin und Prüferin Einigkeit dahingehend, dass mangels ausreichender Marktliquidität weder das eigene Beta der Gesellschaft noch diejenigen der Antragsgegnerin oder der – bereits seit längerem nicht mehr an der Börse vertretenen – Pelikan Holding AG hinreichend aussagekräftig sind. Beide griffen daher auf eine – in der genauen Zusammensetzung nicht identische Peer Group – zurück, wobei zum Ansatz eines unverschuldeten Betas von 0,9 gelangte. hielt einen Betafaktor in dieser Höhe für die Abbildung des künftigen Risikos der Pelikan AG für plausibel. Als Wachstumsabschlag wurde ein Wert von 1 % verwendet.

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 7. Dezember 2017 in das Handelsregister

eingetragen und am 8. Dezember 2017 bekannt gemacht.

Im Dezember 2017 wurde die Gesellschaft in die Pelikan Group GmbH umgewandelt.

Die Antragsteller halten die von der Antragsgegnerin festgesetzte Abfindung für zu niedrig:

Einige Antragsteller machen geltend, dass die gerichtlich bestellte Angemessenheitsprüferin möglicherweise befangen sei. So habe offensichtlich eine „Parallelprüfung" stattgefunden, ohne dass vollständige und nachvollziehbare Hinweise über eine Zusammenarbeit sowie Art, Umfang und Güte des Informationsaustausches zwischen der Parteibewerterin und der Prüferin vorlägen.

Mehrere Antragsteller bemängeln, dass der Detailplanungszeitraum, welcher lediglich die Jahre 2017-2019 umfasse, deutlich zu kurz bemessen sei, zumal zum Bewertungsstichtag das Jahr 2017 bereits zum größten Teil abgelaufen gewesen sei. Ein eingeschwungener Zustand sei 2019 offensichtlich noch nicht erreicht, wie etwa die von der Gesellschaft „langfristig" erwarteten Risiken in Bezug auf einige ausländischen Gesellschaften zeigten. Die in der ewigen Rente darüber hinaus vorgenommene Anpassung in Höhe von 900 TEUR sei nicht erläutert worden.

Die Planung bleibe hinter den von der Gesellschaft selbst verlautbarten Erwartungen zurück, da diese zunächst einen Rückgang anstelle eines Anstiegs des EBIT vorsehe. Laut Konzernlagebericht des Jahres 2017 erwartete die Gesellschaft seinerzeit hohe, überdurchschnittliche Wachstumsraten aus der Positionierung der Marke Pelikan. Mit diesen Erwartungen lasse sich die in der Planung angenommene Stagnation des EBIT im Jahr 2019 sowie dessen weiteres Absinken zum Beginn der ewigen Rente in 2020 nicht in Einklang bringen.

Die mitgeteilten Planannahmen der Gesellschaft seien aufgrund der faktischen Beherrschung durch die Antragsgegnerin kritisch zu hinterfragen. Es sei anzunehmen, dass die Planung maßgeblich von der beeinflusst worden sei, was etwa für die im Jahr 2017 erfolgte „Planaktualisierung" mit nachfolgend herabgesetzten Erwartungen an die Entwicklung von Umsatz und EBIT gelte. Die maßgebliche Planung sei begonnen worden, als die Absicht der Antragsgegnerin zur Herbeiführung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre bereits kommuniziert gewesen sei. Offensichtlich sollten die Ergebnisse der erfolgten Investitionen und Umstrukturierungen sowie der globalen Ausrichtung des Unternehmens den Minderheitsaktionären vorbehalten werden.

Das für die Jahre 2017 bis 2019 für die nach Umsätzen wichtigste Region D-A-CH angenommene Wachstum von lediglich 1,9 % entspreche inflationsbereinigt letztlich einer Stagnation der Umsätze, was angesichts des ständigen Bedarfs an Schreibutensilien und der Bekanntheit der Marke Pelikan nicht gerechtfertigt sein könne. Zudem seien die Wachstumsannahmen aus der Planung weder mit dem prognostizierten Anstieg der Schülerzahlen in Deutschland noch mit den allgemeinen Angaben zur Entwicklung des Markts für Schreibmaterialien der D-A-CH- Region in Einklang zu bringen. Aus diesem Grunde müsse auch für diese Region das für das „übrige Europa" geplante Wachstum von mehr als 4 % in Ansatz gebracht werden.

Soweit die Umsatzentwicklung an das Bruttoinlandsprodukt gekoppelt werde, seien die entsprechend wiedergegebenen Erwartungen zu niedrig und berücksichtigten nicht die Auswirkungen der aktuellen Niedrigzinspolitik.

Die geltend gemachten Soll-Ist-Abweichungen zwischen Planung und tatsächlichem Ergebnis für das Jahr 2017 beruhten laut Lagebericht im Wesentlichen auf Einmaleffekten, insbesondere auf Währungsumrechnungseffekten sowie auf dem Verkauf der POS Servicegesellschaft mbH.

Verschiedene mitgeteilte Risiken seien entweder zu Unrecht in die Planung eingeflossen oder vielmehr wegen der Berücksichtigung zum einen in der Planung und zum anderen im Risikozuschlag doppelt in die Berechnung des Unternehmenswerts eingeflossen. Dabei gehe es etwa um die Annahme, dass in Ecuador wieder Schutzzölle eingeführt würden, was allerdings nicht der Fall gewesen sei. Vielmehr seien im November 2016 dauerhafte Zollerleichterungen zwischen Ecuador und der Europäischen Union durch den Beitritt zum Handelsabkommen zwischen der EU und Kolumbien sowie Peru vereinbart worden

Der behauptete steigende Margendruck sei nicht nachvollziehbar begründet worden, ein solcher könne kaum mit der wachsenden Bedeutung des Onlinehandels sowie filialisierten Großkunden begründet werden. Soweit der Eintritt künftiger „neuartiger" Mitbewerber in der Planung als wachstumsdämpfend im Sinne eines steigenden Margendrucks angenommen worden sei, dürfe der Eintritt derartiger Unternehmen in den Markt (IT-Unternehmen) schon allein wegen des Stichtagsprinzips nicht berücksichtigt werden.

Nicht hinreichend erklärt sei auch der Umstand, dass die von der Pelikan AG zu erzielenden Margen dauerhaft deutlich unterhalb derjenigen Unternehmen liegen sollen, welche im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors als Peer Group herangezogen worden sind.

Wenig nachvollziehbar sei die deutliche Erhöhung des Abschreibungsvolumens ab dem Jahr 2017, obwohl das Geschäftsmodell der Gesellschaft laut deren Aussage nur wenig anlageintensiv sei.

Zu möglichen Synergieeffekten und deren Berücksichtigung in den Planungsrechnungen fänden sich keine ausreichenden Hinweise. Solche Synergien seien als Folge der Einbringung der Beteiligungen der Antragsgegnerin in die ehemalige Herlitz AG anzunehmen und zu Gunsten der Altaktionäre nunmehr festzustellen und sachgerecht zu bewerten

Die in der Planung angenommene Belastung der Gesellschaft mit Unternehmenssteuern sei angesichts der mitgeteilten Höhe der Verlustvorträge sowohl im In- als auch im Ausland zu hoch. Für das Inland sei zu berücksichtigen, dass die Steuerbelastung am Firmensitz Falkensee unterhalb der in der ewigen Rente in Ansatz gebrachten Steuerquote von 28,7 % liege.

Der Basiszinssatz müsse zutreffend mit 0,25% in Ansatz gebracht werden, da er sich langfristig dem Wert Beta0 annähere.

Die Marktrisikoprämie sei gleichfalls zu hoch angesetzt. Die Annahmen der verschiedenen Antragsteller zur „richtigen" Höhe der Marktrisikoprämie bewegen sich dabei zwischen 1,0 % (Krebs) und 4,75 %.

Es sei trotz der Ausführungen im Prüfbericht von nicht nachvollziehbar, dass der originäre Betafaktor der Pelikan AG nicht wenigstens zum Teil habe herangezogen werden können. Lediglich der Verweis auf einen hohen Bid/Ask-Spread könne nicht dazu führen, dass dieser überhaupt nicht in die Betrachtung einbezogen werde. Darüber hinaus müssten auch der Betafaktor der im Jahr 2015 durch ein Delisting aus dem Börsenhandel genommenen Schweizer Pelikan Holding AG sowie der Antragsgegnerin mitgeteilt werden, da diese sich auf den Besitz der Aktien an der Pelikan AG beschränkt habe und damit sowohl der Kursverlauf als auch das Risiko identisch sein müssten.

Die für die Peer Group herangezogenen Unternehmen seien mit der Pelikan AG nicht hinreichend vergleichbar. Insoweit sei auffallend, dass die festgestellten Betafaktoren stark variierten, was sich etwa an dem außergewöhnlich hohen Betafaktor der ACCO Brands zeige. Auch sei der Betafaktor der Mitsubishi Pencil Co., Ltd. fast fünfmal so hoch wie derjenige der Fila S.p.A..

Fraglich sei die Vergleichbarkeit auch im Hinblick auf die Unternehmensgröße, etwa im Verhältnis zwischen der Pelikan AG und der ganz erheblich größeren französischen BIC SA sowie der – ausschließlich von der Bewertungsgutachterin berücksichtigten – Staples Inc.. Darüber hinaus seien die Vergleichsunternehmen in anderen Bereichen bzw. anderen Ländern als Pelikan AG tätig – Pilot Corp. etwa auch im Bereich von Spielzeugartikeln - und auch aus diesem Grunde nicht mit dieser vergleichbar. Schließlich müsse auch der MSCI All Country World Index als Referenz herangezogen werden.

Die Ausführungen zur Höhe des Wachstumsabschlags seien zu allgemein gehalten, um diesen rechtfertigen zu können. So fänden sich keinerlei Ausführungen zur unternehmensindividuellen Inflationsrate bzw. zur Frage der Möglichkeit der Überwälzung von Kostensteigerungen auf die Abnehmer in der Vergangenheit. Nach der insoweit nicht einheitlichen Einschätzung der Antragsteller wird eingewandt, der Wachstumsabschlag müsse mindestens 1,25 % oder 2 % betragen, jedenfalls dürfe er nicht unterhalb der erwarteten Inflationsrate liegen. Maßgeblich sei auch, dass die Gesellschaft selbst von einem höheren dauerhaften Wachstum ausgegangen sei. So sei dem Konzernabschluss für das Jahr 2016 zu entnehmen, dass für die ausländischen Konzerngesellschaften bei einem Durchschnitt von 3,16% Wachstumsraten in der ewigen Rente zwischen 1,25% und 10% unterstellt würden

Der Wert der dem nicht betriebsnotwendigen Vermögen zugeordneten Immobilie in Falkensee sei mit 75 € pro Quadratmeter deutlich zu niedrig angenommen worden, hier müsse ein Preis von mindestens 325 € pro Quadratmeter in Ansatz gebracht werden. Aufgrund des enteignenden Charakters der Übertragung der Aktien auf den Minderheitsaktionäre sei es insoweit geboten, eine dezidierte Grundstücksbewertung vorzunehmen. Zu den Büroimmobilien in Argentinien fehlten jegliche verwertbare Angaben, die Rückschlüsse auf den Wert zuließen. Es sei nicht in ausreichendem Maße ermittelt bzw. festgestellt worden, dass im Unternehmen zum Stichtag keine nicht betriebsnotwendige Liquidität vorhanden gewesen sei. Fraglich sei auch der Ansatz von lediglich einem Euro für die Beteiligung der Pelikan AG an der Molkari KG, da diese Anteile an der Gesellschaft selbst und an der Pelikan Holding AG/Schweiz halte, die überschlägig einem Wert von 56,7 Mio. € entsprächen.

Angesichts der Bekanntheit der Marke „Pelikan" müsse diese gesondert als Sachwert bewertet werden.

Mehrere Antragsteller beantragen, dass ihnen sämtliche der Bewerterin sowie der Angemessen-

heitsprüferin vorgelegten Unterlagen einschließlich der Arbeitspapiere der beiden Wirtschaftsprüfungsgesellschaft zugänglich zu machen seien.

Die Antragstellerin meint, dass zwischen der Ankündigung der Strukturmaßnahme am 7. März 2017 und der Hauptversammlung am 6. Oktober 2017 ein längerer Zeitraum liege, angesichts dessen entsprechend der Entwicklung des DAX ein Wertzuwachs von 8,3% zum Unternehmenswert hinzuzurechnen sei.

Der Ansatz einer fiktiven Kursgewinnbesteuerung sei fehlerhaft, da der typische Anleger mit eventuellen Kursgewinnen nicht der Abgeltungssteuer unterliege.

Die Antragsteller beantragen,

die Abfindung zu erhöhen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin rügt, eine erhebliche Anzahl von Antragstellern habe ihre Antragsberechtigung nicht innerhalb der Antragsfrist dargelegt bzw. keine hinreichenden Nachweise ihrer Antragsberechtigung beigebracht. Diese seien durch Vorlage von Originalurkunden oder beglaubigten Kopien zu erbringen, wobei diese Voraussetzungen nur von einem einzigen Antragsteller erfüllt worden seien. Darüber hinaus seien mindestens zehn Anträge von Antragstellern verfristet, da sie erst nach dem maßgeblichen Stichtag 8. März 2018 bei Gericht eingegangen seien.

Die Antragsgegnerin vertritt die Auffassung, dass es den Antragstellern insgesamt nicht gelinge, Unplausibilitäten von Bewertungs- oder Prüfgutachten aufzuzeigen, sodass die angebotene Abfindung von 1,11 € pro Stückaktie weiterhin als angemessen anzusehen sei. Es bestehe keine Veranlassung, die der Bewertung zugrunde liegenden Parameter bzw. Planungsrechnung der Gesellschaft durch überwiegend pauschal getroffene Annahmen zu ersetzen.

Die Antragsgegnerin macht geltend, dass es sich bei der Konzernplanung wegen der „Bottom-Up" Struktur im weitesten Sinne um eine Vertriebsplanung gehandelt habe, die damit einen entsprechend ambitionierten Charakter besessen habe. Die Einbeziehung des Jahres 2017 als

Planjahr sei angesichts der Verabschiedung der üblichen Dreijahresplanung im Dezember 2016 nicht zu beanstanden. Es liege in der Natur der Sache, dass das Bewertungsgutachten auf ein Planungsstand zurückgreifen müsse, der zu einem Zeitpunkt in der Vergangenheit liege. Eine Benachteiligung der Minderheitsaktionäre hierdurch sei nicht zu erkennen, da der Vorstand trotz Erwartung eines geringeren EBIT für das Jahr 2017 an der Budget- und Mittelfristplanung festgehalten habe. Das tatsächlich im Jahr 2017 erzielte Ergebnis habe zudem um 32 % unterhalb der verwendeten Planzahlen gelegen, sodass sich das geplante operative Ergebnis als sehr ambitioniert dargestellt habe. Die Gründe für das Nicht-Erreichen der Umsatzziele im Geschäftsjahr 2017 hätten vor allem in einem Umsatzrückgang in der Region D-A-CH sowie schwierigen Rahmenbedingungen in Argentinien und Mexiko gelegen.

Da die Planung aus dem regulären Planungsprozess der Gesellschaft entstanden sei, könne von einer Anlassbezogenheit nicht die Rede sein. Auch habe es im Gegensatz zur Behauptung einiger Antragsteller keine Eingriffe der Bewertungsgutachterin in die Planungsrechnung gegeben. Anpassungen seien lediglich wegen struktureller Änderungen im Konzern nach der Verabschiedung der Planung erforderlich gewesen, unter anderem wegen des Verkaufs der POS Servicegesellschaft mbH sowie des Erwerbs der Pelikan Procurement Sdn Bhd, Shah Alam/Malaysia. Im Weiteren hätten sich Änderungen wegen der Einstufung der fremdvermieteten Büroflächen in Argentinien als nicht betriebsnotwendig ergeben.

Hinsichtlich der Planungstreue der Gesellschaft in der Vergangenheit sei zu berücksichtigen, dass die Jahre 2015 und 2016 noch ganz wesentlich von Einmaleffekten im Nachgang der Einbringung der Produktions- und Vertriebsgesellschaften zum 30. April 2015 auf der einen Seite und nicht vorhersehbaren Währungsschwankungen auf der anderen Seite beeinflusst gewesen seien.

Die Planung sei insgesamt unter Berücksichtigung des Umstandes, dass das EBIT im Jahr 2014 bei 4,0 % gelegen habe und es nach der Planung bis 2019 auf 9,3 % steigen solle, als optimistisch bzw. ambitioniert anzusehen. Anders als einige Antragsteller meinten, könne die Tatsache, dass die Antragsgegnerin einen Squeeze-out durchgeführt habe, nicht die Vermutung begründen, dass die Ertragsaussichten deutlich besser wären als sich aus der Planungsrechnung ergebe.

Die sich in der Planung widerspiegelnde Erhöhung der Gesamtleistung um durchschnittlich 3,2 % pro Jahr beruhe im Wesentlichen auf der aus makroökonomischen Erwartungen auf den Ab-

satzmärkten der Pelikan Gruppe abgeleiteten allgemeinen Preissteigerung.

Vor diesem Hintergrund sei insbesondere das prognostizierte Umsatzwachstum für die D-A-CH-Region nicht als zu pessimistisch anzusehen, da der PBS-Markt in diesem Bereich einen hohen Sättigungsgrad aufweise. Der entsprechende Markt habe sich im Zeitraum 2011 bis 2015 in Deutschland mit -1,7 % pro Jahr rückläufig entwickelt. Dennoch habe die Pelikan AG ab 2017 positive Wachstumsimpulse insbesondere durch die zunehmende Nutzung unterschiedlicher Vertriebskanäle erwartet. Im Übrigen bestehe jedoch ein hoher Konkurrenzdruck verbunden mit der Marktmacht der Abnehmer sowie dem Risiko, dass das angebotene Sortiment der Erwartung der Kunden nicht entspreche.

Auch das angenommene Wachstum der Umsatzerlöse in Lateinamerika und Asien sei als angemessen anzusehen, und liege, wie die Barabfindungsprüferin festgestellt habe, für das Segment „Lateinamerika" am oberen Ende der allgemeinen Markteinschätzungen für den PBS-Markt ab dem Jahr 2017. Ähnliches gelte für die prognostizierten Umsatzsteigerungen in Asien bzw. mittleren Osten, sodass die pauschalen entgegenstehenden Rügen von Antragstellern ins Leere gingen.

Soweit die Antragsteller zu 6 und 7 meinten, dass die Planung Risiken in Ecuador überbewerte, sei klarzustellen, dass die im Rahmen der Planung angenommenen Importzölle sich nicht auf Einfuhren aus der Europäischen Union, sondern auf solche von der kolumbianischen Tochtergesellschaft der Pelikan AG bezögen. Darüber hinaus sei der ecuadorianische Absatzmarkt gerade wegen des protektionistischen Wirtschaftsumfeldes für die Pelikan AG relativ klein und habe keinen wesentlichen Einfluss auf den Unternehmenswert der Gruppe.

Auch die tatsächliche Entwicklung zeige, dass die der Bewertung zugrunde gelegte Planung die zukünftige Profitabilität der Gesellschaft überschätzt habe. So habe die bereinigte EBIT-Marge für die Jahre 2017 und 2018 bei 4,1% gelegen und damit deutlich unterhalb der prognostizierten Margen von 5,5% beziehungsweise 8,1%. Für das Jahr 2017 seien nur 68% des geplanten Gesamtergebnisses erzielt worden, was vor allem an Umsatzrückgängen in der D-A-CH-Region und einem schwierigeren Umfeld in Mexico nach einem Erdbeben und in Argentinien gelegen habe.

Entgegen der Auffassung einiger Antragsteller seien im Rahmen des Squeeze-out keine unechten Synergien zu berücksichtigen gewesen. Effekte aus der Umstrukturierung des Konzerns hät-

ten bereits die Ertragslage der Vergangenheit beeinflusst und seien damit auch in die Planungsrechnung eingeflossen.

Die vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge in den einzelnen Unternehmen der Gruppe seien zugunsten der Minderheitsaktionäre steuerreduzierend in die Bewertung eingeflossen. Das steuerliche Einlagenkonto sei für die Bewertung irrelevant, da in der Detailplanungsphase keine Ausschüttungen geplant seien.

Der Planwert für die ewige Rente sei angemessen aus der Detailplanungsphase abgeleitet worden und im Hinblick auf die Ertragsgrößen EBITDA sowie EBIT als ambitioniert anzusehen. Die nachhaltige EBITDA-Marge des letzten Planjahres liege deutlich über dem Durchschnitt der Vergangenheit, sei aber trotzdem als Ausgangspunkt berücksichtigt worden, um die Ergebniseffekte der geplanten Optimierungsmaßnahmen angemessen zu berücksichtigen. Aufgrund der unsicheren wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen in einzelnen Regionen, insbesondere im mittleren Osten, Mexiko, Kolumbien, Argentinien sowie China, sei ein Abschlag in Höhe von 0,4 Prozentpunkten gerechtfertigt gewesen. Weitere Risiken ergeben sich auch aus der notwendigen Produktsortimentsbereinigung, angestrebten Produktinnovationen, der Digitalisierung sowie des Eintritts neuer Wettbewerber. Insoweit sei zu erwarten, dass der Margendruck von Jahr zu Jahr stärker werde und der genannte Abschlag daher eher als zu niedrig anzusehen sei. Anders als die Antragsteller meinten, steht dem nicht die höhere Profitabilität der Vergleichsunternehmen entgegen, da sich die EBITDA-Marge der Gesellschaft in der Planung dem durchschnittlichen Profitabilitätsniveau diese Unternehmen annähern solle.

Die vollständige Thesaurierung des ausschüttungsfähigen Ergebnisses im Detailplanungszeitraum entspreche der Planung der Gesellschaft. Durch die fiktive Zurechnung der Thesaurierungsbeträge im Rahmen der Wertgutachten würden diese den Minderheitsaktionären auch nicht vorenthalten. Die Berücksichtigung einer fiktiven Steuerbelastung für den Fall der Veräußerung sei angemessen. Käme es nie zu einer Ausschüttung und letztendlich einem Verkauf der Aktien durch den Anteilseigner, wären diese für einen Investor quasi wertlos.

Die weiteren Annahmen zu Ausschüttung und Besteuerung seien im Wertgutachten nachvollziehbar dargestellt. Wenn die Antragstellerin zu 42 meine, die Steuerquote dürfe insgesamt nicht über dem Gewerbesteuersatz für Falkensee liegen, verkenne sie, dass es sich bei der Pelikan Gruppe um ein international tätiges Unternehmen handele, dessen Einkünfte nicht lediglich dem deutschen Steuerregime unterlägen.

Die Antragsgegnerin verteidigt darüber hinaus umfassend die im Bewertungsgutachten sowie im Prüfgutachten in Ansatz gebrachten Parameter für den Kapitalisierungszinssatz.

Auch der Wachstumsabschlag sei - entgegen vielfacher Rügen von Antragstellerseite - nicht zu niedrig angesetzt, da zwischen organischem, thesaurierungsbedingtem sowie preisbedingtem Wachstum zu differenzieren sei. Der für die ewige Rente anzusetzende Wachstumsabschlag bildet hierbei lediglich das preisbedingte Wachstum ab und könne aus diesem Grunde auch nicht mit dem allgemeinen Gewinnwachstum gleichgesetzt werden, welches sich für deutsche Unternehmen statistisch ermitteln lasse.

Der Hinweis auf die Inflationsrate könne nicht verfangen, da anders als von vielen Antragstellern dargestellt, schon Zielinflationsrate und tatsächliche Inflationserwartung nicht gleichgesetzt werden dürften. Die Möglichkeit der Weitergabe von Preiserhöhungen sei durch den intensiven Wettbewerb, dem sich die Gesellschaft ausgesetzt sehe, grundsätzlich begrenzt. Eine Weitergabe auf die Kunden in vollem Umfang käme daher insbesondere in Lateinamerika und dem Mittleren Osten sowie auch in Osteuropa vor dem Hintergrund der dort noch vergleichsweise geringen Kaufkraft nicht in Betracht. Hierbei sei darauf zu verweisen, dass die Gesellschaft auch in der Vergangenheit nur teilweise in der Lage gewesen sei, inflationsbedingte Kostensteigerungen an die Kunden weiterzugeben. Eben dies habe zu einer Bereinigung des Produktportfolios geführt.

Schließlich sei auch die Ermittlung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens nicht zu beanstanden.

Die Kammer hat die Barabfindungsprüferin am 5. November 2019 ergänzend angehört und ihr im Anschluss aufgegeben, verschiedene Alternativberechnungen durchzuführen. Wegen der Einzelheiten wird auf das Sitzungsprotokoll (Bl. 41/57 ff. d.A.) und das Schreiben der vom 15. November 2019, Bl. 97 ff. d.A., Bezug genommen.

II.

A. Zur Zulässigkeit der Spruchverfahrensanträge

1. Die Anträge sämtlicher zurzeit am Verfahren beteiligter Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis zum 8. März 2018 (Bekanntmachung durch das Re-

gistergericht) bei Gericht eingegangen sind. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, sind die jeweiligen Antragsschriften vorab per Telefax eingereicht worden.

2. Soweit die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung der Antragsteller zum Teil in Zweifel gezogen hat, haben diese zum ganz überwiegenden Teil im Nachgang Bankbescheinigungen des Inhalts eingereicht, dass sie bei Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der Pelikan AG deren Anteilsinhaber gewesen sind.

Soweit dies nicht innerhalb der Antragsfrist geschehen ist, war dies unschädlich, da – neben den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben – im Antrag die Mitteilung ausreicht, im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionär beziehungsweise Aktionärin der Gesellschaft gewesen zu sein.

Eine Pflicht zu einem Nachweis innerhalb der Antragsfrist folgt aus dem Verweis in § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG auf § 3 SpruchG nicht. Die Darlegung der Antragsberechtigung „nach § 3 SpruchG" bezieht sich darauf, dass der Antragsteller in der Antragsbegründung vortragen muss, zu dem in § 3 Satz 1 und Satz 2 SpruchG für die jeweilige Strukturmaßnahme genannten Zeitpunkt Anteilsinhaber zu sein beziehungsweise gewesen zu sein. Auf eine Darlegung in der Form eines Nachweises wird damit nicht verwiesen. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich" die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während ein Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist. § 3 Satz 3 SpruchG begründet keine eigenständige Nachweispflicht, sondern beschränkt den Nachweis der Stellung als Aktionär auf Urkunden und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).

3. Gemäß § 3 Satz 3 SpruchG ist der Antragsteller verpflichtet, seine Aktionärsstellung in einer Aktiengesellschaft durch Vorlage von Urkunden nachzuweisen, sofern der Antragsgegner die dargelegte Antragsberechtigung bestreitet. Der Nachweis kann entsprechend den Gesetzesmaterialien erfolgen durch Vorlage von Depotauszügen oder von effektiven Aktienstücken. Die zuletzt genannte Form des Nachweises spielt in der Praxis allerdings keine Rolle. Der Nachweis kann zudem auch durch Vorlage einer schriftlichen Bestätigung der verwahrenden Bank über den Aktienbestand (Depotbescheinigung) erbracht werden (vgl. Klöcker/Wittgens in Schmidt, K./Lutter, AktG, 4. Aufl., § 3 SpruchG, Rn. 30)

4. Bis zum Abschluss des Verfahrens haben allerdings die Antragsteller zu 28) und 47) keinerlei Nachweise ihrer Aktionärsstellung im Zeitpunkt des Wirksamwerdens des Übertragungsbeschlusses durch Eintragung in das Handelsregister der Pelikan AG am 7. Dezember 2017 zu den Akten gereicht. Da die Kammer auf diesen Umstand ausdrücklich im Rahmen der Anberaumung des Anhörungstermins vom 5. November 2019 hingewiesen hat, waren die Anträge der genannten Antragsteller nunmehr ohne Weiteres als unzulässig zu verwerfen.

Keine ausreichenden Nachweise lagen von den Antragstellern zu 16), 17), 56), 57) und 58) vor. In sämtlichen genannten Fällen wurden lediglich Abrechnungen über die Abfindung beziehungsweise Mitteilungen über die Ausbuchung der Aktien der Gesellschaft aus den jeweiligen Aktiendepots zu den Akten gereicht. Derartige Mitteilungen oder Abrechnungen über die Gutschrift einer Abfindung stellen nicht hinreichend sicher, dass der jeweilige Antragsteller tatsächlich auch bereits im Zeitpunkt der Registereintragung im Besitz seiner Aktie(n) war (vgl. auch Böttcher/Habighorst/Schulte, Umwandlungsrecht, SpruchG § 3 Rn. 11 m.w.N.). Dies galt insbesondere, soweit sich die Abrechnungen ausdrücklich auf deutlich nach dem Wirksamwerden des Ausschlusses liegende Zeitpunkte wie den 13., 17. oder 18. Dezember 2017 bezogen. Diesbezüglich konnte nämlich ein theoretisch denkbarer Erwerb der Aktien zwischen Registereintragung und Ausbuchung aus dem Depot nicht ausgeschlossen werden.

Grundsätzlich ist die Vorlage einer Ausbuchungsbestätigung zwar solange unbedenklich, wie die Aktionärsstellung eines Antragstellers nicht in Zweifel gezogen wird. Vorliegend hat die Antragsgegnerin die fehlenden beziehungsweise unzureichenden Nachweise aber ausdrücklich gerügt, so dass diese in der Form des § 3 Satz 3 SpruchG hätten eingereicht werden müssen.

B. Begründetheit der Anträge

Die weiteren - zulässigen - Spruchverfahrensanträge erwiesen sich in der Sache als begründet. Der den Antragstellern beziehungsweise den ehemaligen Minderheitsaktionären der Pelikan AG von der Antragsgegnerin gemäß § 327b AktG gezahlte Betrag von 1,11 EUR je Stückaktie war nicht (mehr) als angemessen anzusehen. Es war nicht ersichtlich, dass eine Kompensation in der von der Antragsgegnerin festgesetzten Höhe eine unter Berücksichtigung verfassungsmäßiger Grundsätze hinreichende Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet. Die von der Antragsgegnerin geschuldete Abfindung war daher auch vor dem Hintergrund der von der Kammer durchgeführten Beweisaufnahme um 0,03 EUR je Stück-

aktie auf einen Betrag von insgesamt 1,14 EUR zu erhöhen.

1. Verfahrensrügen

Die von einigen Antragstellern erhobenen Verfahrenseinwendungen hielt die Kammer nicht für durchgreifend.

a) Befangenheit der Barabfindungsprüferin

Soweit eine (potenzielle) Befangenheit der Barabfindungsprüferin gerügt wird, war eine Grundlage hierfür nicht ersichtlich. Insoweit kann dahinstehen, ob die Vorschriften über die Ablehnung von Sachverständigen wegen der Besorgnis der Befangenheit auf den sachverständigen Prüfer im Spruchverfahren überhaupt Anwendung finden (vgl. hierzu Emmerich/Habersack/Emmerich, 10. Aufl. 2022, SpruchG § 8 Rn. 12 m.N.).

Eine Verletzung der gesetzlichen Neutralitätsregeln bei der gerichtlichen Bestellung der Prüferin ist nicht ersichtlich. Vorgeschrieben ist - lediglich - die Bestellung eines Wirtschaftsprüfers beziehungsweise einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft unter Beachtung der Ausschlusstatbestände des § 319 Abs. 2 und 3 HGB. Eine Verletzung dieser Bestimmungen durch die Bestellung der war weder ersichtlich noch ist sie von Seiten der Antragsteller geltend gemacht worden.

Ein irgendwie geartetes Näheverhältnis der Prüferin zur Pelikan AG oder zur Antragsgegnerin war nicht zu erkennen. Insoweit ist auch darauf hinzuweisen, dass die Antragsgegnerin zwar Vorschläge zu möglichen Barabfindungsprüfern gemacht hat. befand sich allerdings nicht hierunter, sondern ist von der Kammer autonom ausgewählt und bestellt worden.

Zwar kann es für eine Besorgnis der Befangenheit ausreichen, wenn ein Sachverständiger für einen nicht unmittelbar oder mittelbar am Rechtsstreit beteiligten Dritten ein entgeltliches Privatgutachten zu einer gleichartigen Fragestellung in einem gleichartigen Sachverhalt erstattet hat, und wenn die Interessen der jeweiligen Beteiligten in beiden Fällen in gleicher Weise kollidieren (BGH v. 10.1.2017 – VI ZB 31/16, BeckRS 2017, 100896). Der Entscheidung des BGH lagen Begutachtungen in unterschiedlichen Streitigkeiten, jedoch jeweils betreffend eine Prothese derselben Modellreihe, zugrunde. Die vorliegende Fallgestaltung – mögliche Tätigkeit in anderen aktienrechtlichen Verfahren betreffend andere Unternehmen – ist dem nicht vergleichbar. Hier sind we-

der die Beteiligten identisch, noch geht es um einen gleichartigen Sachverhalt. Vielmehr sind völlig unterschiedliche Unternehmen zu begutachten. Allein der Umstand, dass sich jeweils gleichartige Fachfragen der Unternehmensbewertung stellen, genügt nicht, um von einer Vorbefassung auszugehen, aufgrund welcher Misstrauen gegen die Unparteilichkeit des Sachverständigen - beziehungsweise des sachverständigen Prüfers - berechtigt wäre (vgl. OLG Karlsruhe, DStRE 2019, 329, 331).

Eine begründete Besorgnis der Befangenheit besteht auch nicht im Hinblick auf die Mitgliedschaft des Vorstands der Prüferin im Institut der Wirtschaftsprüfer und dessen Fachausschuss für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft.

Es bietet grundsätzlich keinen Anlass zu Zweifeln an seiner Unabhängigkeit, wenn ein Sachverständiger seine fachlich begründete Meinung zu einer in sein Fachgebiet fallenden Thematik vertritt und diese auch publiziert (OLG Sachsen-Anhalt v. 2.5.2012 – 10 W 14/12 (Abl), BeckRS 2012, 21444; OLG München v. 11.8.2011 – 31 Wx 294/11, BeckRS 2011, 21349 Rn. 5). Vielmehr liegt es in der Natur der Sache, dass insbesondere hochqualifizierte, wissenschaftlich tätige Sachverständige sich – auch zu für die Begutachtung relevanten Fragen – eine fachliche Meinung gebildet haben und diese gegebenenfalls auch publizieren.

In gleicher Weise begründet es kein Misstrauen gegen die Unabhängigkeit eines Sachverständigen, dass er Mitglied in fachlichen Gremien und Vereinigungen ist und sich dort an der fachlichen Meinungsbildung beteiligt. Denn ungeachtet dessen kann grundsätzlich darauf vertraut werden, dass der Sachverständige seine in § 410 Abs. 1 ZPO niedergelegte Pflicht erfüllt, das Gutachten unparteiisch und nach bestem Wissen und Gewissen zu erstatten, und hierbei stets für neue und bessere Argumente offenbleibt (zu § 42 ZPO vgl. Zöller/Vollkommer, ZPO, § 42 Rn. 33).

Hiervon ausgehend bietet zunächst eine Mitgliedschaft im IDW und im FAUB keinen Anlass für die Besorgnis der Befangenheit Ebenso wenig kann er erfolgreich wegen Befangenheit abgelehnt werden, weil er IDW-Mitglied ist (vgl. BeckOGK/Drescher, Stand 1.1.2023, SpruchG § 8 Rn. 15).

Anderes folgt auch nicht aus § 4 Abs. 9 der IDW-Satzung. Allerdings würde eine vom Sachverständigen abgegebene unbedingte Verpflichtungserklärung auf die Prüfungsstandards des IDW die Besorgnis begründen, dass er – anders als soeben dargestellt – nicht mehr bereit und in der Lage wäre, diese Prüfungsstandards jederzeit fachlich zu prüfen und zu hinterfragen. Eine derar-

tige unbedingte Verpflichtungserklärung enthält aber § 4 Abs. 9 der IDW-Satzung nicht. Zwar hat jedes Mitglied nach S. 1 dieser Vorschrift die Prüfungsstandards zu beachten. Nach den S. 2 und 3 kann aber ausdrücklich eine sorgfältige Prüfung ergeben, dass diese nicht anzuwenden sind oder hiervon abzuweichen ist. Somit bietet die genannte Selbstverpflichtung ausreichend Raum für die dem Sachverständigen auferlegte unparteiische Begutachtung nach bestem Wissen und Gewissen (vgl. auch OLG Karlsruhe, DStRE 2019, 329, 331).

b) Parallelprüfung

Die von einigen Antragstellern weiter kritisierte so genannte Parallelprüfung führt grundsätzlich nicht zu einer Entwertung des Prüfgutachtens von so dass die gesetzlich in § 327b Abs. 2 Satz 2 AktG vorgeschriebene Prüfung der Angemessenheit der Barabfindung nicht etwa „nachzuholen" ist.

In der Rechtsprechung kann als geklärt angesehen werden, dass in der Parallelprüfung keine entsprechend § 319 Abs. 2 Nr. 5 a.F. HGB unzulässige Mitwirkung am Bericht des Hauptaktionärs liegt, sondern ein sinnvolles Vorgehen, das eine frühzeitige Fehlerkorrektur durch den Prüfer ermöglicht und dessen Unabhängigkeit nicht in Frage stellt. Die Grenzen der Zulässigkeit sind erst dann überschritten, wenn sich eine Beratungstätigkeit des gerichtlich bestellten Prüfers auf unternehmerische Zweckmäßigkeitsentscheidungen erstreckt (vgl. BGH, BB 2006, 2543, 2544). Eine solche Tätigkeit der Prüferin war aber ebenso wenig ersichtlich wie eine unzulässige Einflussnahme der Antragsgegnerin auf deren Tätigkeit.

c) Vorlage von Unterlagen

Den Anträgen auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin beziehungsweise auf deren Anforderung durch die Kammer war nicht nachzugehen.

aa) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugeben-

den Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

bb) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der nicht näher auf das konkrete Verfahren bezogenen Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren.

2. Grundlagen der Abfindung nach § 327b AktG

a) Gemäß § 327b AktG legt der Hauptaktionär, der eine Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen will, die Höhe der Barabfindung fest, welche die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses berücksichtigen muss. § 327f AktG gibt vor, dass die Höhe der Abfindung angemessen zu sein hat, wobei dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft werden muss, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

b) Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den ausscheidenden Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana"). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (vgl. BGHZ 147, 108 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs-) Recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (vgl. BVerfG NZG 2011, 86 -Telekom/T-Online; BVerfGE 100, 289 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, BeckRS 2011, 24586; OLG Stuttgart, Beschluss vom 20. August 2018, 20 W 2/13, BeckRS 2018, 26698 m.w.N.). Die mit den unterschiedlichen Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert

des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO.

c) Daher ist der Forderung im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so etwa Lochner, AG 2011, 692, 693 f.), nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert, vor allem auch nach der hier von den Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode, gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen - auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschluss vom 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, BeckRS 2012, 55224) von dem „richtigen", „wahren" oder „wirklichen Wert" der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung auch dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Es ist nämlich zu berücksichtigen, dass es einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens - unabhängig von der zugrunde gelegten Bewertungsmethode - nicht geben kann (BGH, Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, Rn. 36; OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018, 31 Wx 415/16). Jede in die Zukunft gerichtete Prognose beinhaltet naturgemäß gewisse Unsicherheiten, die auch im Hinblick auf das Gebot des effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Es muss dementsprechend eine gewisse Bandbreite von Werten als (noch) angemessen angesehen werden und eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist. Das Gericht ist in diesem Zusammenhang insbesondere auch nicht gehalten, nach dem Meistbegünstigungsprinzip die Bewertungsmethode

oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung ergeben, etwa um auf diese Weise auszugleichen, dass die Antragsgegnerin im Zweifel eher einen niedrigere als eine höhere Abfindungszahlung anbietet. Die Antragsteller haben Anspruch auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Abfindung, nicht aber auf eine möglichst hohe Abfindung (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 3. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 32 zitiert nach juris).

Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

3. Methodik der Wertermittlung

a) Die Bewertungsgutachterin hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der Pelikan AG die Ertragswertmethode angewendet. Dies entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Nach dieser Methode bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. grundlegend Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Bei Ertragswertgutachten ist - worauf oben bereits hingewiesen wurde - regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch einen exakten oder „wahren" Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden Betrachters als „angemessen" gelten kann.

Auf dem Weg zur Findung der angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünfti-

gen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei allerdings um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt somit die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachten abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Lediglich der Umstand, dass Prognosen zur zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens stets kritisch hinterfragt werden können, führt daher nicht dazu, dass ein Spruchgericht gehalten wäre, regelmäßig eine möglichst große Anzahl an sachverständigen Einschätzungen zu sämtlichen Aspekten der Bewertung heranzuziehen, um sich ein Bild über die mögliche Wertbandbreite zu verschaffen. Soweit die vorliegenden Gutachten und Ergänzungen nach einer anerkannten Methode erstellt worden sind und keine erkennbaren Fehler enthalten oder ersichtlich unvollständig sind, führt eine weitere Begutachtung regelmäßig zu keinem erheblichen Erkenntnisgewinn, sondern allenfalls zu einer weiteren, gleichfalls vertretbaren Sichtweise.

e) Im vorliegenden Verfahren war weder eine Neubewertung der Pelikan AG durchzuführen, noch bedurfte es der Einholung eines Sachverständigengutachtens zu einzelnen Aspekten der Bewertung. Die Kammer sah hierfür unter Berücksichtigung der vorliegenden Gutachten und der Einwendungen der Antragsteller keine Veranlassung.

Nach der gesetzlichen Konzeption des Spruchverfahrens kann zunächst auf ergänzende Stellungnahmen des gerichtlich bestellten Prüfers und auf seine mündliche Anhörung gemäß § 7 Abs. 6 und § 8 Abs. 2 SpruchG zurückgegriffen werden. Ein gerichtliches Sachverständigengutachten, welches bereits aufgrund der Tatsache, dass sich ein gerichtlicher Sachverständiger von Grund auf neu in einen komplexen Sachverhalt einarbeiten müsste, zu einer deutlich längeren Verfahrensdauer und deutlich höheren Kosten führen würde, muss vor dem Hintergrund des in § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes

nur dann eingeholt werden, wenn gleichwohl weiterer Aufklärungsbedarf besteht und weitere Klärung durch das Sachverständigengutachten zu erwarten ist (vgl. OLG München, Beschluss vom 26.06.2018 - 31 Wx 382/15, AG 2014, 453, 454; OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012 - 21 W 14/11 Rn. 36 ff. nach juris m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2017 - 21 W 75/15, Rn. 40 nach juris; Dreier/Fritzsche/ Verfürth/Schulenberg, SpruchG, 2. Aufl., § 7 Rn. 62 ff).

Allein die Tatsachen, dass es sich um komplexe Sachverhalte und schwierige Rechtsfragen handelt, rechtfertigen nicht die Einholung eines Sachverständigengutachtens. Es handelt sich bei Spruchverfahren regelmäßig um vergleichsweise komplexe Sachverhalte; Rechtsfragen werden nicht durch den Sachverständigen, sondern das Gericht beantwortet (vgl. OLG München Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, BeckRS 2019, 22733).

e) Im vorliegenden Fall stellen Übertragungsbericht, Prüfbericht und die Ausführungen der sachverständigen Prüferin im Termin vom 5. November 2019 sowie die auf Veranlassung der Kammer durchgeführten Alternativberechnungen vom 15. November 2019 eine ausreichende Grundlage für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswerts gemäß § 287 Abs. 2 ZPO dar.

Nach der gesetzlichen Vorgabe in § 8 Abs. 2 SpruchG wird die volle Entschädigung der außenstehenden Aktionäre vorrangig dadurch sichergestellt, dass die Strukturmaßnahme von dem sachverständigen Prüfer geprüft wird, der sich insbesondere dazu zu erklären hat, ob die vorgeschlagenen Kompensationen angemessen sind. Dadurch sollen nachfolgende Spruchverfahren entlastet und zeit- und kostenaufwändige „flächendeckende" Gesamtgutachten von Sachverständigen vermieden werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 11. Mai 2015, ZIP 2015, 1336 ff. mit Hinweis auf BT-Drs. 15/371 S. 12, 14; Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 293c Rn. 2 und § 8 SpruchG Rn. 1). Der Schutz der außenstehenden Aktionäre gebietet es daher grundsätzlich nicht, im Spruchverfahren neben dem sachverständigen Prüfer einen weiteren gerichtlichen Sachverständigen hinzuzuziehen (vgl. OLG Düsseldorf Beschluss vom 25. Mai 2016, 26 W 2/15, BeckRS 2016, 21367).

Gelangt das Gericht auf Grundlage des Berichts sowie der Anhörung des sachverständigen Prüfers und gegebenenfalls auf Grund eigener Sachkunde zu der Überzeugung, dass das Bewertungsgutachten auf anerkannten und gebräuchlichen Methoden beruht und diese zutreffend angewandt wurden, besteht regelmäßig kein Anlass für die Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022, I-26 W 3/21 (AktE), Tz. 30 zitiert nach juris).

Eben dies war vorliegend der Fall, da sich insbesondere das Prüfgutachten von intensiv mit den Einzelheiten der Bewertung der Pelikan AG auseinandersetzt und nicht lediglich auf die Ausführungen im Bewertungsgutachten von verweist.

Lediglich der Umstand, dass von den Antragstellern gegen die von Bewerterin und Prüferin getroffenen Feststellungen Einwendungen geltend gemacht worden sind, war insoweit unerheblich, da die Angemessenheit der Höhe einer Abfindung nach dem Ausschluss von Minderheitsaktionären einer Kapitalgesellschaft regelmäßig streitig ist.

f) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Alone-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft aufzubauen hat und zukünftig möglicher Eingriffe wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren.

Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich. Gegebenenfalls ist eine mehrwertige Schätzung durchzuführen, um die konkret bestehenden Unsicherheiten zu dokumentieren.

g) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327b Abs. 1 Satz 1 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativanlagen bestehen.

h) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgschan-

cen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde beziehungsweise gezahlt hätte (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da sonst die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

Die Kammer hält es jedoch regelmäßig für geboten, die Entwicklung der Ertragslage in den dem Bewertungsstichtag unmittelbar nachfolgenden Zeiträumen zu untersuchen, da insoweit die Annahme gerechtfertigt sein dürfte, dass diese bereits in der Wurzel angelegt war. Allerdings ist in jedem Fall kritisch zu hinterfragen, ob (nachträglich) festgestellte Abweichungen zu dem Schluss führen können, dass die Unternehmensplanung insgesamt oder in einzelnen Punkten nicht plausibel ist.

4. Unternehmensplanung der Pelikan AG

Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte verbietet, eigenständig Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und den darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretba-

re - Annahmen des Gerichts oder eines durch das Gericht beauftragen Sachverständigen ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive wie auch für negative Abweichungen.

a) Detailplanung allgemein

Die Pelikan AG war im Bewertungszeitpunkt zum einen als Obergesellschaft der Pelikan-Gruppe in einer Holdingfunktion tätig und betrieb darüber hinaus eine Eigenfertigung für Papierprodukte. Sie gehört mit den Marken „Pelikan" und „herlitz" zu den führenden Anbietern im Bereich „Papier, Büro- und Schreibwaren" (im Folgenden auch kurz als „PBS" bezeichnet).

Die Bewertungsgutachterin hat als wesentliche Werttreiber dieses Marktsegments zum einen die allgemeine konjunkturelle Entwicklung und zum anderen den Alphabetisierungsgrad und den hiermit korrelierenden Anteil der qualifizierten Arbeitskräfte an der Bevölkerung identifiziert. Wachstumshemmend wirkt der zunehmende Trend zur Digitalisierung und der entsprechenden Ersetzung papierbasierter Prozesse auf Kosten- und Umweltgründen.

aa) Planungssystematik

Grundlage für die vorliegende Bewertung war die vom Aufsichtsrat der Pelikan AG im Dezember 2016 verabschiedete Planung für die Geschäftsjahre 2017 bis 2019.

Die Planung wurde im Rahmen des gewöhnlichen Planungsprozesses der Gesellschaft im Zeitraum von Juni bis November 2016 erstellt, der eine rollierende Planung für ein Budgetjahr und drei Folgejahre vorsieht. Dabei wurden die Planungsrechnungen jeweils auf der Ebene der einzelnen Konzerngesellschaften der Pelikan AG erstellt („Bottom-Up-Planung").

Dabei wurden auf der einen Seite die einzelnen Kunden und Distributionskanäle berücksichtigt und auf der anderen Seite das zukünftige Umsatzvolumen auf der Grundlage von Vergangenheitszahlen, Erfahrungswerten und allgemeinen Marktprognosen geschätzt. Die Umsatzprognosen dienten sodann als Grundlage für die Planung der Aufwandsposten, insbesondere der Materialkosten und der benötigten Personalkapazitäten. Die Konzerngesellschaften verwenden für die Planungen jeweils ihre Landeswährung, die dann zum Zeitpunkt der Konsolidierung der Einzelansätze auf Konzernebene auf Basis der - dann - aktuellen Wechselkurse in Euro umgerechnet wurde.

Die spätere Konzernplanung erfolgt intern nach geografischen Absatzmärkten und nicht auf der Basis der erwarteten Ergebnisse der einzelnen Tochtergesellschaften.

bb) Für die von Antragstellerseite aufgestellte Behauptung, es handele sich nicht um eine Planung der Gesellschaft, diese sei vielmehr von der Antragsgegnerin beziehungsweise der Bewertungsgutachterin erstellt worden, fanden sich keinerlei konkrete Hinweise. Soweit zu einzelnen konkreten Punkten der Bewertung – etwa zur integrierten Finanzplanung – bestimmte Annahmen getroffen hat, konnte dies nicht dazu führen, die gesamte Planung nicht mehr als eine solche der Gesellschaft anzusehen. Auch der Umstand, dass die Antragsgegnerin auch bereits im Dezember 2016 die Aktienmehrheit an der Pelikan AG gehalten hat, war hierzu nicht geeignet. Zum einen fanden sich keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass die Antragsgegnerin in den Planungsprozess der Gesellschaft eingegriffen und dabei Änderungen an den durch die Verantwortlichen erstellten Prognosen vorgenommen beziehungsweise veranlasst hat.

Zum anderen kann allein die Existenz einer faktischen Beherrschungssituation nicht dazu führen, die im Unternehmen erstellte Planung für Bewertungszwecke zu verwerfen, da sonst im Fall des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nie die unternehmenseigene Planung zum Tragen kommen könnte. Dies wird – soweit ersichtlich – auch weder in der Literatur noch in der Rechtsprechung vertreten. Zudem müsste dann von einem Sachverständigen eine fiktive Planung erstellt werden, die wohl keine höhere „Richtigkeitsgewähr" mit sich bringen würde als eine aus dem jeweiligen Unternehmens selbst stammende Planungsrechnung. Darüber hinaus sind die Minderheitsaktionäre mit der Überprüfung der Bewertungsplanung durch die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin grundsätzlich vor Manipulationen der Planung durch die Mehrheitsaktionärin geschützt, da solche zwingend mit Unplausibilitäten bei der Überleitung der Vergangenheitsentwicklung einhergehen und einem Marktvergleich nicht standhalten würden.

cc) Länge der Detailplanungsphase

Im Hinblick auf die Länge der Detailplanungsphase, welche die Jahre 2017 bis 2019 umfasst, vermochte der Einwand mehrerer Antragsteller, diese sei zu kurz bemessen, nicht zu überzeugen. Zwar umfasst diese neben dem – aus Sicht des Stichtages – laufenden Geschäftsjahr lediglich zwei weitere Jahre, allerdings sind die Details der „näheren Phase" im Rahmen einer Bewertung im Rahmen des Standards IDW S1 rechtlich nicht näher normiert. Vielmehr hängt deren Länge maßgeblich von den jeweiligen Umständen des konkreten Bewertungsfalls ab, wobei regelmä-

ßig eine Länge zwischen drei und fünf Jahren zu beobachten ist. In Einzelfällen sind von der Rechtsprechung aber auch bereits Zeiträume von lediglich einem oder zwei Jahren akzeptiert worden (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., Rz. 428 m.w.N.).

Daher verbietet es sich, starre Regeln aufzustellen, wobei die Kammer vorliegend keine konkreten Anhaltspunkte dafür sieht, dass die Detailplanungsphase willkürlich oder sachfremd verkürzt worden ist. Dies ist evident nur dann der Fall, wenn die Planung des zu bewertenden Unternehmens nicht in vollem Umfang berücksichtigt worden wäre, was allerdings nicht zu erkennen ist. Eine über das Jahr 2019 hinausgehende Planung der Pelikan AG existierte weder im Zeitraum der Anfertigung von Bewertungs- und Prüfgutachten noch zum Bewertungsstichtag. Auch war im Geschäftsmodell der Gesellschaft kein besonderer zeitlicher Zyklus zu erkennen, der durch die relativ kurze „nähere Phase" nicht vollständig abgebildet worden wäre.

dd) Vergangenheitsanalyse

Sowohl die generelle Planungsqualität eines Unternehmens als auch die Plausibilität der in die Zukunft gerichteten Planung lassen sich typischerweise im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse überprüfen. Insoweit kann festgestellt werden, ob eine regelmäßige Über- oder Unterschreitung der Planwerte durch die tatsächlichen Ergebnisse Rückschlüsse auf systematische Fehler im Prozessablauf oder bei der Einschätzung des Unternehmens im Marktumfeld durch die Planungsverantwortlichen zulässt.

Vorliegend war allerdings eine – ausgehend vom Stichtag – länger in die Vergangenheit zurückreichende Betrachtung der Ergebnisentwicklung der Pelikan AG wegen der im Jahr 2015 erfolgten tiefgreifenden Umgestaltung des Konzernzuschnitts kaum möglich. Die Zahlen des Jahres 2014, die einen Fehlbetrag von -0,7 Mio. € ausweisen, bilden mit der ehemaligen Herlitz AG nur die Ergebnisse eines kleinen Teils des im Herbst 2017 existierenden Konzerns ab. Entsprechend führt die Barabfindungsprüferin aus, dass wegen der Umstrukturierungen zwar ein Vergleich zwischen den einzelnen Jahren möglich sei, dieser aber langfristig keine Aussagekraft besitzt (vgl. Prüfgutachten Tz. 162). So seien die geplanten operativen Ergebnisse in den Jahren 2015 und 2016 unterschritten worden, jedoch habe es in beiden Jahren ertragsrelevante Sondereffekte gegeben, die nicht in der gewöhnlichen Planung abgebildet worden seien. Neben den Folgen aus der Einbringung der Gesellschaften in die (ehemalige) herlitz AG im Jahr 2015, welche zu einer Neubewertung von Vorräten und Abschreibungen auf immaterielle Vermögensgegenstände führten, hätten sich im Jahr 2016 als Effekt der Zusammenführung der einzelnen Unter-

nehmensbereiche nicht geplante PPA-Effekte negativ ausgewirkt.

Zwar hat die Bewertungsgutachterin Pro-Forma-Abschlüsse abgeleitet, welche die Vermögens- und Ertragslage der Gesellschaft in ihrer Struktur zum Bewertungsstichtag repräsentieren sollen. Diese lassen jedoch nur begrenzt Rückschlüsse auf die Qualität des Planungsprozesses des Jahres 2016 zu.

ee) Situation im Herbst 2017

Im ersten Quartal 2017 sind sowohl die Umsatzerlöse als auch das operative Ergebnis hinter der Planung zurückgeblieben. Obwohl dieser Umstand im Laufe der Bewertungsarbeiten im Rahmen der von der Gesellschaft im August 2017 erstellten „Projektion 2017" bekannt wurde, sahen weder die Bewertungsgutachterin noch die Prüferin in der Verfehlung der für das Jahr 2017 gesetzten Ziele einen Grund für die Änderung der Erwartungen an die Geschäftsjahre 2018 und 2019. Wesentliche Anpassungen der Planung nach Dezember 2016 wurden im Wesentlichen wegen der Veräußerung der POSS sowie der Neubewertung der Nutzungsdauer mit den hiermit verbundenen Abschreibungen hinsichtlich des Betriebsgrundstücks in Falkensee vorgenommen. Insgesamt wurde unter Berücksichtigung der Entwicklung im ersten Halbjahr 2017 ein gegenüber der Budgetplanung höherer Umsatz bei einem geringeren EBIT erwartet.

Unter Berücksichtigung der ihr bekannten Umstände ist die Barabfindungsprüferin zu dem Ergebnis gelangt, dass sich bei einer Betrachtung der Vergangenheitsdaten keine Hinweise aus eine systematisch verzerrte Planung ergeben haben (vgl. Prüfgutachten Tz. 167). Gegenteiliges war auch für die Kammer nicht ersichtlich.

Soweit die Antragsgegnerin geltend macht, die Methode der Bottom-Up Planung führe grundsätzlich dazu, dass Planannahmen „ambitioniert" sind, war dies unerheblich. Zwar mag es bei Konzernuntergesellschaften die Tendenz geben, die eigene Leistungsfähigkeit gegenüber anderen Unternehmensteilen besonders positiv einzuschätzen. Allerdings übernimmt die Pelikan die Planungen der einzelnen Bereiche nicht ungeprüft in die Konzernplanung. Vielmehr werden lauf Bewertungsgutachterin die Bottom-Up Planungsrechnungen der einzelnen Gesellschaften im Rahmen einer Gesamtbetrachtung Top-Down vom Management der Pelikan AG gewürdigt und final abgestimmt (vgl. Bewertungsgutachten Tz. 221). Damit dürfte ausgeschlossen sein, dass die Konzernplanung überwiegend oder zum Teil überhöhte Erwartungswerte enthält und damit eine Korrektur nach unten angezeigt wäre. Soweit einzelne Tochtergesellschaften in der Vergangen-

heit ihre potenzielle Ertragskraft überschätzt haben sollten, dürfte dies der Konzernspitze bekannt gewesen und in der Gesamtplanung entsprechend berücksichtigt worden sein.

Damit bestanden keine durchgreifenden Bedenken, die Planung der Pelikan für die Jahre 2017 bis 2019 zur Grundlage der Ertragswertbetrachtung zu machen. Allerdings war in diesem Zusammenhang der von der Bewertungsgutachterin betonte Umstand zu berücksichtigen, dass die Pelikan zu Beginn der Detailplanungsphase aus einer „Restrukturierungssituation" kam und der Konzernumbau noch nicht vollständig abgeschlossen war. Dies zeigt sich gerade auch an den oben beschriebenen Sachverhalten wie der Veräußerung der POSS, die im laufenden Geschäftsjahr 2017 zu Änderungen an der Planung geführt haben.

b) Planung D-A-CH

In der Region D-A-CH sind die Vertriebsgesellschaften PVG und Pelikan Schweiz enthalten, die den Vertrieb in den Ländern Deutschland, Schweiz und Österreich abdecken. Darüber hinaus ist die PVG im Exportgeschäft tätig, etwa nach Russland, Großbritannien und in die USA. Das Produktportfolio umfasst hauptsächlich Schulartikel, Schreibgeräte, Büromaterialien und Produkte für den Mal- und Bastelbedarf, die unter den Marken „Pelikan" und „herlitz" vertrieben werden. Der Bereich der Papeterieprodukte unter der Marke „Susy Card" ist für den Umsatz in der Region von nur geringerer Bedeutung.

Die Region D-A-CH ist die wirtschaftlich bedeutendste für den Pelikan-Konzern, da in ihr im Planungszeitraum – wie auch in der Vergangenheit – mehr als die Hälfte der Gesamtumsätze erzielt werden sollen. Dennoch trägt sie lediglich zu etwas mehr als einem Drittel zum Konzern-EBIT bei, was nach den Erläuterungen im Bewertungs- und Prüfgutachtern darin begründet liegt, dass hauptsächlich ein Vertrieb von eingekauften Produkten erfolgt, während in anderen Regionen eigene Produktionsbetriebe unterhalten werden, was zu deutlich höheren Margen führt. Die eigene Herstellung in Falkensee findet im Verhältnis zum gesamten Vertriebsvolumen offensichtlich nur in einer geringen Größenordnung statt. Die PBS-Produktionsgesellschaft in Hannover gehört zwar der Antragsgegnerin, ist aber nicht Teil der Pelikan-Gruppe, so dass ein Einkauf zu Fremdkonditionen stattfindet.

Zudem wird der PBS-Markt in der Region von der Gesellschaft als im Wesentlichen gesättigt angesehen - bei gleichzeitig hoher Wettbewerbsintensität. Daher wird über den gesamten Planungszeitraum zwar ein Wachstum der Umsätze von 1,9% pro Jahr angenommen. In Anse-

hung der geplanten Portfoliobereinigung im Budgetjahr und dem damit gegenüber 2016 einhergehenden Umsatzrückgang ergibt sich über die Detailplanungsphase hinweg aber nur ein effektives Wachstum von 0,2%. Eine Ausweitung der Umsätze in der Schweiz in Höhe von durchschnittlich 2,4% im Jahr soll durch eine Reduzierung von Preisnachlässen realisiert werden.

Trotz des nur geringen Anstiegs der Umsätze sieht die Planung dennoch einen Anstieg des EBIT um durchschnittlich 48,5 % vor. Dies soll zum einen durch die 2017 eingeleitete Bereinigung des Produktportfolios und zum anderen durch Maßnahmen zur Optimierung der Organisationsstrukturen erreicht werden, die zu geringeren Personal- und Logistikaufwendungen führen.

Die sachverständige Prüferin hat die prognostizierten Wachstumsraten mit den zum Bewertungsstichtag vorliegenden Marktstudien abgeglichen und hierbei wegen der besonderen Bedeutung des deutschen Marktes vereinfachend auf diesen abgestellt. Danach bewegt sich das Umsatzwachstum ab 2018 – auch unter Berücksichtigung der geschätzten Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts – im für den PBS-Markt erwarteten Korridor.

Dieses Ergebnis erschien der Kammer plausibel, da ein höheres Wachstum der Umsätze bei Betrachtung des Marktumfelds nicht begründbar erscheint. Der PBS-Markt ist im Bereich D-A-CH als entwickelter Marktbereich anzusehen, der den vorhandenen Bedarf abdeckt, ohne dass wesentliche Veränderungen oder Innovationen absehbar sind. Die Gesellschaft kann sich beim Absatz auf die bekannten Marken „Pelikan" und „herlitz" stützen, wobei die meisten Produkte für den Verbraucher allerdings weitgehend austauschbar sind. Die Hinzugewinnung von Marktanteilen von konkurrierenden Unternehmen dürfte daher eher schwierig sein. Hinzu kommt der zunehmende Trend zur Digitalisierung, der bereits in einem ab dem Bewertungsstichtag absehbaren Zeitraum zu einer Stagnation und in der Folge zu einem Schrumpfen des PBS-Markts führen dürfte. Lediglich im Bereich „Schule" dürfte langfristig eine konstante Nachfrage bestehen.

c) Planung restliches Europa

Eine leicht abweichende Ausgangssituation findet sich nach den vorliegenden Gutachten in Osteuropa, wo überwiegend Produkte unter der dort bekannteren Marke „herlitz" vertrieben werden. Zudem findet in Polen eine unternehmenseigene Produktion von Papierprodukten wie Schulheften und Notizbüchern statt.

Zum einen wird zum Stichtag in Osteuropa eine deutlich über das gesamteuropäische Niveau

hinausgehende wirtschaftliche Wachstumsdynamik erwartet, so dass sich hier bereits aus dem generellen Marktwachstum höhere Umsätze generieren lassen. Zum anderen plant Pelikan eine Ausweitung des Produktportfolios für den Schulbedarf und bei hochwertigen Schreibgeräten. Im Planungszeitraum wird vor diesem Hintergrund ein Anstieg der Umsätze von 5,8% p.a. und eine deutliche Verbesserung der EBIT-Marge mit einer Rate von 24,4% p.a. erwartet. Darüber hinaus sollen zur Steigerung der Margen, die bei herlitz-Produkten typischerweise niedriger ausfallen, vermehrt Produkte unter der Marke „Pelikan" in das Portfolio aufgenommen werden. Im Übrigen soll die Profitabilität durch Prozessoptimierungen, die gesellschaftsübergreifende Nutzung von Skaleneffekten und die Auslagerung der Lagerhaltung in Tschechien und in der Slowakei auf einen externen Dienstleister gesteigert werden.

Die weiteren Vertriebsgesellschaften in Belgien und Italien spielen neben Osteuropa für die Pelikan AG eine nur untergeordnete Rolle, da außerhalb der D-A-CH-Region 75% der Umsätze in den osteuropäischen Ländern erzielt werden. Insgesamt sieht die Planung vor, dass der Anteil des Umsatzes am gesamten Konzernumsatz mit rund 18% konstant bleibt, bei einem EBIT von rund 15%.

Die Barabfindungsprüferin hat die Planannahmen für das sonstige Europa gleichfalls mit den ihr vorliegenden Marktstudien abgeglichen und ist zu dem Ergebnis gelangt, dass die Planung ein oberhalb der von diesen aufgespannten Bandbreiten liegendes Umsatzwachstum vorsieht. Soweit von 2016 auf 2017 ein steiler Anstieg der Wachstumsrate angenommen wird, liegt dies ausschließlich an besonderen Nachholeffekten für den polnischen Markt, die keine Auswirkungen auf die weitere Detailplanungsphase oder den anschließenden Zeitraum der ewigen Rente haben konnten.

Die Planung im Bereich Europa ohne D-A-CH für die Detailplanungsphase war aufgrund der Analysen der Prüferin als eher ambitioniert anzusehen, da die Gesellschaft durch Hinzugewinnung von Marktanteilen über dem Marktdurchschnitt wachsen will.

d) Planung Lateinamerika

Die Aktivitäten des Pelikan-Konzerns in Lateinamerika umfassen die Pelikan Mexico und die Pelikan Kolumbien, die beide sowohl im Vertrieb als auch in der Produktion - vorwiegend von Artikeln für den Schreib- und Malbedarf - tätig sind. Daneben existiert die Pelikan Argentinien, bei der es sich um eine reine Vertriebsgesellschaft handelt. Die genannten Gesellschaften vertrei-

ben Produkte nicht lediglich in ihren Heimatmärkten, sondern exportieren diese auch in angrenzende Länder.

Der für die Gesellschaft wichtigste Markt der Region ist Mexico. Durch die eigene Produktion in Mexico und Kolumbien tragen die lateinamerikanischen Gesellschaften trotz eines Anteils an den Konzernumsätzen von rund 19% über den Detailplanungszeitraum in überproportionalem Maß zum Konzern-EBIT bei. Dieser soll allerdings durch die vorgesehenen Profitabilitätssteigerungen bei den übrigen Konzerngesellschaften von knapp 70% im Jahr 2017 auf knapp 44% im Planjahr 2019 absinken.

Die Gesellschaft erwartet im Detailplanungszeitraum eine Wachstumsrate von 5,9%. Das nominal wesentlich höhere Wachstum für den argentinischen Markt relativiert sich angesichts der Volatilität der argentinischen Währung und deren Umrechnung in Euro für Planungs- und Bewertungszwecke. Ähnlich wie im Bereich Osteuropa sieht die Planung vor, dass durch eine Ausweitung des Produktportfolios und die Überarbeitung bestehender Produkte ein Zugewinn an Marktanteilen möglich sein wird. Hinzu kommt die beabsichtigte stärkere Nutzung der Distributionskanäle über den Großhandel und Online-Plattformen.

Die Barabfindungsprüferin führt in ihrem Gutachten aus, dass der Pelikan-Konzern bei den lateinamerikanischen Gesellschaften nur begrenzte Möglichkeiten sieht, über Skaleneffekte und Effizienzverbesserungen eine Steigerung der (Vertriebs- und Produktions-) Margen zu erzielen. Darüber hinaus wird insbesondere in Mexiko erwartet, dass Preissteigerungen auf der Einkaufsseite aufgrund der ausgeprägten Wettbewerbsintensität nicht vollständig an die Kunden weitergegeben werden können. Insgesamt soll das regionale EBIT mit einem Wachstum im Planungszeitraum von 0,9% im Wesentlichen stabil bleiben.

Für Lateinamerika ergab die Plausibilisierung durch die Barabfindungsprüferin, dass die geplanten Umsatzzuwächse gemessen an den verfügbaren Marktstudien oberhalb beziehungsweise am oberen Ende der prognostizierten Bandbreite liegen. Aus diesem Grunde war von der Umsatzseite her nicht ersichtlich, dass die Planung nicht plausibel sein könnte. Nachvollziehbar waren insoweit auch die Bedenken der Gesellschaft, dass die gesamtwirtschaftliche und politische Entwicklung in den Staaten Lateinamerikas größeren Unsicherheiten unterliegt als in anderen Absatzmärkten des Konzerns, etwa in Europa. Dies zeigt sich an der in den Gutachten erwähnten temporären Einführung protektionistischer Maßnahmen durch Ecuador, worunter die Exporte der kolumbianischen Gesellschaft gelitten haben.

e) Planung für die Regionen Asien und Mittlerer Osten

In der Region sind konzernintern die Gesellschaften Pelikan Middle East, Pelikan Japan und Pelikan Taiwan zusammengefasst. Während die beiden zuerst genannten Unternehmen ihre jeweiligen Heimatmärkte bedienen, exportiert die Pelikan Taiwan auch Waren nach China. Das Produktportfolio in Asien konzentriert sich auf den Bereich der aus hochwertigen Materialien gefertigten Schreibgeräte („Fine Writing Instruments"). Die Gesellschaft bedient damit eine Marktnische, in der sich allerdings hohe Margen erzielen lassen, da diese Art von Waren in Asien als Statussymbole gelten. Daher erzielte das regionale Segment im Jahr 2016 zwar nur einen Anteil von 5,6% vom gesamten Konzernumsatz, trug aber mit 27,0% zum Konzern-EBIT bei.

Die Planung sieht - bezogen auf den Zeitraum 2016 bis 2019 - eine Steigerung der Umsatzerlöse um 11,2% vor, obwohl für den japanischen PBS-Gesamtmarkt nur ein geringes Wachstum erwartet wird. Die Ausweitung der Umsätze soll durch eine erhebliche Ausweitung verkaufsfördernder Maßnahmen erreicht werden. Über die Pelikan Taiwan ist eine Steigerung des Absatzes in China geplant, der zu Beginn des Planungszeitraums hauptsächlich über Onlineplattformen stattfand. Hier soll der Verkauf auch über den lokalen Fachhandel gestärkt werden. Da die Pelikan die mit dem Nischencharakter des Markts für hochwertige Schreibgeräte verbundenen wirtschaftlichen Gefahren sieht, soll ein spezielles Marketingkonzept verhindern, dass Mitbewerber über die Preisseite Marktanteile zu Lasten der Gesellschaft gewinnen können.

Eine unmittelbare Plausibilisierung der geplanten Absatzentwicklung für die von Pelikan bedienten Gebiete war der sachverständigen Prüferin nicht möglich, da trennscharfe Marktstudien für den von den Pelikan-Gesellschaften konkret abgedeckten Marktbereich nicht existierten. Entsprechend mussten die maßgeblichen Prognosen aus Studien mit einem weiteren oder engeren Fokus entnommen werden. Dabei lagen die vorgesehenen Umsatzsteigerungen von 2017 bis 2018 deutlich oberhalb des sich aus den Marktstudien ergebenden Korridors und das weitere Wachstum im Planungszeitraum innerhalb der Bandbreite. Daher war auch insoweit nicht ersichtlich, dass es der Planung der Gesellschaft an der hinreichenden Plausibilität gefehlt haben könnte.

f) Planung des Segments Services

Im Segment Services werden auf der einen Seite die eigene Herstellung der Pelikan von Papier-

und Papeterieprodukten, Logistikdienstleistungen der eCom KG sowie IT-Dienstleistungen der Mercoline erfasst. Auf der anderen Seiten fallen die Kosten für die Ausübung der Holdingfunktion an. Neben den Produktions- und Servicedienstleistungen für andere Konzerngesellschaften werden auch Dienstleistungen für konzernfremde Drittunternehmen erbracht. Dieser Geschäftszweig soll nach dem Willen der Geschäftsleitung der Pelikan im Detailplanungszeitraum ausgeweitet werden. Eine hierdurch angestrebte Verbesserung des – durchgängig negativen – EBIT des Segments soll durch Effizienzverbesserungen auf der Kostenseite wesentlich unterstützt werden.

Für dieses Segment war für die Kammer nach den Analysen der Barabfindungsprüferin gleichfalls nicht zu erkennen, dass die gesamte Planung für den Zeitraum 2017 bis 2019 oder Teile hiervon nicht plausibel wären. Auch von Seiten der Antragsteller sind keine konkreten Anhaltspunkte für das Gegenteil aufgezeigt worden.

g) Ewige Rente

Die grundsätzlichen Annahmen der Bewertungsgutachterin für die so genannte ewige Rente erwiesen sich im Wesentlichen als hinreichend plausibel. Die Barabfindungsprüferin hat das Vorgehen von in Tz. 282 ff. ihres Berichts umfassend geschildert und dieses als sachgerecht beurteilt. Die Kammer hielt allerdings den von vorgenommenen pauschalen Abschlag von 0,4 %-Punkten auf die EBITDA-Marge des letzten Geschäftsjahres nicht für gerechtfertigt, so dass der Ansatz für die Rentenphase insoweit zu korrigieren war.

aa) Für die Bewertung der ewigen Rente ist ein eingeschwungener Zustand (auch Beharrungszustand oder Gleichgewichtszustand) der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens anzunehmen, in welchem sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse nicht mehr wesentlich bzw. nur mit einer konstanten Rate fortentwickeln, welcher mit einem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszins Rechnung getragen wird (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15).

bb) Die finanziellen Überschüsse für die fernere, zweite Phase werden bewertungstechnisch grundsätzlich aus den für die Detailplanungsphase angesetzten Werten unter Berücksichtigung von langfristigen Trendentwicklungen bestimmt (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 71 Anh § 11 SpruchG). Daneben ist im Einzelfall aber regelmäßig auch die Frage zu berücksichtigen, ob die künftig noch zu erwartende Veränderung der jährlichen Überschüsse durch einen

konstanten Wachstumsfaktor angemessen dargestellt werden kann.

Lässt sich diese Frage nicht uneingeschränkt positiv beantworten, wird die tatsächlich dauerhaft erzielbare Profitabilität des Unternehmens durch eine bloße Fortschreibung der prognostizierten Ergebnisse des letzten Planjahrs nicht ausreichend abgebildet. Aus diesem Grunde kann die Art und Weise der Modellierung der Rentenphase nicht schematisch erfolgen, sondern sie muss die Eigenheiten des zu bewertenden Unternehmens, dessen Umfeld sowie die Besonderheiten der Branche berücksichtigen.

cc) Vorliegend waren sowohl angesichts des etablierten Geschäftsmodells der Pelikan AG wegen der nach der Planung erfolgten Restrukturierung der Gesellschaft zum Ende des Detailplanungszeitraums im Jahr 2019 keine besonderen Wachstumsfaktoren ersichtlich, welche nach der „näheren Phase" noch für ein überdurchschnittliches Wachstum der organisch erzielten Überschüsse hätten sorgen können. Daher war es nicht angezeigt, zwischen der Detailplanungsphase und der ewigen Rente eine Übergangs- oder Konvergenzphase zu modellieren, um ein solches Wachstum abzubilden.

Zwar verweisen die Antragsteller zutreffend darauf, dass der Umbau der Konzernstrukturen erst im Jahr 2015 begonnen hat. Allerdings bestand dieser nicht in einer wesentlichen Ausweitung des Produktportfolios oder der Erschließung neuer Absatzmärkte, sondern – lediglich – in einer Zusammenführung eines Großteils der geschäftlichen Aktivitäten der Antragsgegnerin im PBS-Bereich unter dem Dach der Pelikan AG. Daher ging es in der Folgezeit weniger um die Realisierung von Wachstumschancen als vielmehr um die Konsolidierung der Geschäftsprozesse und die Hebung von Effizienzpotenzialen. Diesbezüglich war, auch unter Berücksichtigung der Ausführungen im Bewertungs- und Prüfgutachten, nicht ersichtlich, dass diese Prozesse mit dem Ablauf des Jahres 2019 noch nicht abgeschlossen gewesen sein konnte.

Schließlich handelt es sich bei der PBS-Branche nicht um eine „Wachstumsbranche", deren Potenziale sich erwartungsgemäß erst in Zeiträumen nach 2020 voll entfalten würden. Vielmehr ist – ausgehend vom Produktmix der Pelikan AG – von einer mehr oder weniger gleichbleibenden Nachfrage auszugehen. Daher war die Einfügung einer Konvergenzphase nicht notwendig, da zum Ende des Detailplanungszeitraums kein überproportionales Wachstum zu erkennen war, welches mit einer solchen Übergangsphase hätte erfasst werden müssen.

dd) Die Annahme eines eingeschwungenen Zustands bedingt unter anderem, dass im Ge-

schäftsmodell keine außerplanmäßigen Abschreibungen beziehungsweise Wertaufholungen oder Abwertungen von bilanzierten Vermögensgegenständen mehr zu erwarten sind. Die in der Detailplanungsphase vorgesehenen Abschreibungen entfallen im Wesentlichen aufProduktionsanlagen sowie Betriebs- und Geschäftsausstattung.

hat in der Rentenphase PPA-bedingte Abschreibungen bereinigt, da diese grundsätzlich keine Reinvestition erfordern. Im Ergebnis ergibt sich ein nachhaltiges Abschreibungsvolumen von rd. 5,4 Mio. EUR, das im Verhältnis zu den Umsatzerlösen rund 2,0 % entspricht. Die Annahmen einer zu hohen Abschreibungs- beziehungsweise Reinvestitionsquote war damit nicht ersichtlich.

Bei der Analyse der weiteren Annahmen von war zu berücksichtigen, dass sich die - im Rahmen der Planungssystematik zwar nicht zu beanstandende - kurze Detailplanungsphase auf die Bewertungsrelevanz des Rentenbarwerts auswirkt, da diese gegenüber einem langen Planungszeitraum, gegebenenfalls mit anschließender Konvergenzphase, erheblich ansteigt (vgl. hierzu Wollny, a.a.O., S. 318 ff.). Aus diesem Grunde waren die hier in Ansatz gebrachten Prämissen wegen der herausragenden Bedeutung der sorgfältigen Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses (vgl. auch Franken/Schulte in Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., Tz. 5.141) kritisch zu hinterfragen.

ee) Grundsätzlich bieten sich für die Bestimmung des nachhaltigen Zukunftserfolgs eine Fortschreibung der Ergebnisse des letzten Jahres der Detailplanungsphase oder eine Durchschnittsbildung aus dem Detailplanungszeitraum an (vgl. Wollny, a.a.O., S. 316). Alternativ kann - als Erfolgsgröße - auch an diejenige Marge angeknüpft werden, die realistischerweise langfristig erzielbar ist.

Diesen Anknüpfungspunkt hat die Bewertungsgutachterin gewählt und ist in diesem Rahmen zu dem Ergebnis gelangt, dass sich die langfristige Profitabilität der Gesellschaft wegen der ambitionierten Steigerung von EBITDA- und EBIT-Marge innerhalb des Detailplanungszeitraums im Bereich der dort prognostizierten Bandbreite bewegen müsse, die in der Planung für das Jahr 2019 vorgesehene EBITDA-Marge von 11,9 % damit einen Spitzenwert darstellt. Soweit ausführt, dass bereits ab dem Geschäftsjahr 2016 von einer kontinuierlichen und deutlichen Steigerung der EBITDA-Marge von 8,4 % im Geschäftsjahr 2016 auf 11,9 % (modifiziert) im Geschäftsjahr 2019 ausgegangen wird, blendet diese Darstellung den Umstand aus, dass es sich hierbei nicht um das Ergebnis einer aggressiven Wachstumsstrategie handelt, sondern im Wesentli-

chen um den Effekt der zunehmenden Integration der einzelnen Unternehmensteile in die „neue" Pelikan AG. Aus diesem Grunde ist ein weiterer Anstieg der Marge gegenüber der Detailplanungsphase denkbar, wenn eine höhere Effizienz gerade durch eine weitergehende Integration und eine Verbesserung der Leistungserstellung erreicht werden kann (vgl. Franken/Schulte, a.a.O., Tz. 5.143).

Vor diesem Hintergrund war es nicht plausibel, wenn langfristig nur eine niedrigere EBITDA-Marge als 11,9 % als erzielbar ansieht und dies unter anderem mit den beobachtbaren Margen der Vergleichsunternehmen der Peer Group begründet, die zum überwiegenden Teil höher liegen.

Darüber hinaus wird eine Anzahl von Risiken für den zukünftigen Erfolg der Pelikan AG angeführt, die zu einem Abschlag von 0,4 auf die Marge des letzten Planjahres 2019 führen sollen. Einige der genannten Risiken sind nach Auffassung der Kammer aber letztlich fast jeder wirtschaftlichen Tätigkeit am Markt immanent, so etwa das Risiko „aus der permanenten Anpassung des Produktsortiments an den Geschmack der Endkunden" oder das Aufkommen neuer Wettbewerber (vgl. Prüfgutachten Tz. 287). Derartige Risiken sind über den (allgemeinen) Risikozuschlag typischerweise bereits im Nenner des Bewertungskalküls enthalten und können daher nicht gleichzeitig im Zähler berücksichtigt werden. Jedes Geschäftsmodell birgt inhärente Risiken, deren Verwirklichung in der nicht absehbaren ferneren Zukunft negative Auswirkungen auf die operative Ergebnissituation eines Unternehmens haben kann. Auf der anderen Seite können sich aber auch zukünftige Geschäftschancen ergeben, die aus heutiger Sicht gleichfalls noch nicht zu erkennen oder nicht quantifizierbar sind. Wie einige Antragsteller anmerken, ist es insoweit nicht nachvollziehbar, dass die erwartete Zunahme des Onlinevertriebs ausschließlich negativ gewertet wird, obwohl mit der Ausweitung dieser Vertriebsform auch zunehmende Umsätze und eine größere Reichweite am Markt verbunden sein können.

Im Ergebnis hielt die Kammer daher den von vorgenommenen Abschlag für nicht ausreichend plausibel, um daran festhalten zu können. Auch die weiteren Erläuterungen der Barabfindungsprüferin im Termin vom 5. November 2019 waren nicht geeignet, um hier zu einer anderen Einschätzung zu führen. Die Prüferin hat zwar angegeben, insoweit Gespräche mit dem Vorstand geführt zu haben, der aufgrund der Planung einen „Risikoüberhang" für den Zeitraum der ewigen Rente sah. Allerdings gab es insoweit keinerlei Planung durch die Gesellschaft und die einzelnen Risiken konnten auch nicht beziffert werden. Vielmehr ist die Ableitung der ewigen Rente allein durch vorgenommen worden, so dass die Reduzierung der EBITDA-Marge letzt-

lich auf einer freien Schätzung der Bewertungsgutachterin beruht.

Entsprechend hat die Kammer die Barabfindungsprüferin eine Alternativberechnung durchführen lassen, welche die EBITDA-Marge des letzten Planjahres auch für die Rentenphase als dauerhaft erzielbar ansieht.

h) Weitere Planungsbestandteile

Das Finanzergebnis ist von aus der von ihr aufgestellten integrierten Bilanz- und Finanzplanung für den Pelikan-Konzern abgeleitet worden. Dabei wurden laut die geplanten Investitionen und Abschreibungen sowie Prognosen zur weiteren Entwicklung des Netto-Umlaufvermögens einbezogen. Die Zinssätze hat die Bewertungsgutachterin auf Grundlage bestehender vertraglicher Vereinbarungen und jahresdurchschnittlicher Bestände abgeleitet. Dabei ergab sich je nach Kredit eine Bandbreite von 3,0 % bis 3,5 %. Liquide Mittel werden mit 0,0 % verzinst.

Die Barabfindungsprüferin hat die Bilanzplanung in Tz. 298 ihres Gutachtens tabellarisch zusammengefasst und die Vorgehensweise von sowohl systematisch als auch inhaltlich als „plausibel" und „vertretbar" bezeichnet.

i) Ertragssteuern auf Unternehmensebene

Bewertungsgutachterin und Prüferin haben bei den prognostizierten Erträgen der Gesellschaft eine Ertragssteuerbelastung durch Gewerbesteuer, Körperschaftssteuer sowie Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Für die ausländischen Konzerngesellschaften wurden dabei die in den entsprechenden Sitzländern anfallenden Steuern in Ansatz gebracht.

In die Berechnungen der effektiven Steuerlast wurden für die deutschen Unternehmen sowohl die vorhandenen körperschafts- und gewerbesteuerlichen Verlustvorträge berücksichtigt. Gemäß § 8b Abs. 5 KStG wurden 5 % der erhaltenen Ausschüttungen bei der steuerlichen Bemessungsgrundlage der empfangenden Gesellschaft hinzugerechnet.

Insgesamt ergeben sich effektive Steuerquoten für die Pelikan-Gruppe von 36,4 % im Jahr2017, 25,7 % im Jahr 2018 und 23,5 % im Jahr 2019. Für die ewige Rente hat die Bewertungsgutachterin eine effektive Steuerquote von 28,5 % ermittelt. Soweit die vorhandenen Verlustvorträge innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht verbraucht werden, wurden diese annuitätisch bei der

Ermittlung des Ertragssteueraufwands in die ewige Rente überführt.

Gegen die Richtigkeit dieser Vorgehensweise ließ sich nichts einwenden. Insbesondere war nicht ersichtlich, dass die zukünftige Steuerbelastung des Unternehmens überschätzt worden ist. Der Einwand mehrerer Antragsteller, dass die zum Ende des Detailplanungszeitraums vorhandenen Verlustvorträge keine Berücksichtigung gefunden hätten, war offensichtlich unzutreffend.

Auch die Auffassung der Antragstellerin zu 42), dass die Steuerlast des Konzern die für Falkensee maßgeblichen Steuersätze nicht übersteigen könne, war angesichts der ausländischen Konzerngesellschaften mit einem abweichenden Steuerregime nicht zu berücksichtigen. Die Bewertungsgutachterin hat in Tz. 317 ihrer Stellungnahme ausgeführt, dass insoweit Steuersätze von 0 % für die Pelikan Middle East bis hin zu 40 % für die in Kolumbien ansässige Tochtergesellschaft in Ansatz zu bringen waren. Soweit für ausländische Gesellschaften gleichfalls Verlustvorträge bestanden, wie für die Pelikan Ungarn und die Pelikan Schweiz, wurden diese nach den Angaben in den vorliegenden Gutachten in Abzug gebracht.

j) Ausschüttungsprognose

Der Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2005 vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie unter Beachtung gegebenenfalls einschlägiger rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da auf diese Weise ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, da sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

a) Die Ausschüttungsannahmen für die Detailplanungsphase waren nicht zu beanstanden. Soweit die Jahresergebnisse nach der vorliegenden Planung zum Aufbau von Liquidität in vollem Umfang im Unternehmen verbleiben sollten, war nicht ersichtlich, dass die zugrunde liegenden Annahmen nicht gerechtfertigt gewesen wären. Bei der Planung der Thesaurierung im Detailplanungszeitraum sind nämlich grundsätzlich die im Unternehmenskonzept hinterlegten Annahmen zur Ausschüttungspolitik unter Berücksichtigung gesellschaftsrechtlicher Vorgaben und

der Finanzierbarkeit maßgeblich (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, I-26 W 4/21 (AktE), Tz. 139 zitiert nach juris). Unter Berücksichtigung des Umstands, dass die (ehemalige) Herlitz AG im Jahr 2015 noch einen operativen Verlust ausgewiesen hat, war die entsprechende Planungsprämisse darüber hinaus auch in der Sache nachvollziehbar.

b) Soweit die nach der Planung einbehaltenen Überschüsse dem Grunde nach ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei - wie vorliegend fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept - eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Diese kann durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93), was sich hinsichtlich des Anfalls an persönlichen Steuern grundsätzlich zum Vorteil der Minderheitsaktionäre auswirkt. Darüber hinaus gehen die thesaurierten Beträge auch nicht „verloren", da über den Detailplanungszeitraum hinweg der Verschuldungsgrad der Gesellschaft gesenkt wird, was sich im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes bei der Berechnung des Betafaktors werterhöhend auswirkt.

c) Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Auf das konkrete Ausschüttungsverhalten des Bewertungsobjekts ist dagegen allenfalls nachrangig abzustellen.

d) Die Ausschüttungsquote von 50%, welche ab dem Jahr 2020 in Ansatz gebracht hat, wurde aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote abgeleitet, welche an den deutschen Kapitalmärkten in der Vergangenheit zu beobachten gewesen sei. Es handelt es sich dabei um den Mittelwert des Korridors von 40% bis 60%, der regelmäßig in Bewertungsgutachten nach IDW S1 als typisiertes Ausschüttungsverhalten börsennotierter Aktiengesellschaften unterstellt wird. Die dieser Annahme zugrunde liegende Untersuchungen werden zwar nicht unkritisch gesehen, so dass regelmäßig eine Betrachtung des Ausschüttungsverhaltens anderer Unternehmen derselben Branche als vorzugswürdig anzusehen ist. Vorliegend standen mangels börsennotierter Mitbewerber im Inland aber keine Vergleichsdaten zur Verfügung. Damit war keine bessere Schätzgrundlage für die Typisierung zu erkennen als der von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin genannte Schätzwert.

e) Soweit an der Herlitz Rumänien Minderheitenanteile in Höhe von 49 % bestanden, wurde dies bei den zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Erträgen berücksichtigt und der entsprechende Ergebnisanteil abgezogen. Auch dies war nicht zu beanstanden.

f) Die Annahme einer wachstumsbedingten Thesaurierung in Höhe von 1 % ohne unmittelbaren Werteffekt im Bewertungsgutachten war entgegen der Auffassung mehrerer Antragsteller plausibel.

Die wachstumsbedingte Thesaurierung wurde angesetzt, um die Finanzierung des nachhaltigen Wachstums zu gewährleisten. Denn auch für den Fall der nachhaltigen fiktiven Vollausschüttung der Überschüsse ist zu berücksichtigen, dass das im Unternehmen regelmäßig zu reinvestierende gebundene Kapital inflationsbedingten Preiseinflüssen unterliegt und sich die in den Plan-Bilanzen zum Ende des Detailplanungszeitraums berücksichtigten Aktiva und Passiva in der Phase der ewigen Rente inflationsbedingt fortentwickeln werden.

Die nach dem Bewertungsmodell durch die teilweise Thesaurierung der Gewinne im Unternehmen verbleibenden Mittel stehen aufgrund der bewertungstechnischen Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage bzw. der angenommenen wertgleichen steuerfreien Zurechnung dieser Mittel im Bewertungsmodell nicht zur nachhaltigen Finanzierung von preis- bzw. steuerinduziertem Wachstum zur Verfügung. Da die thesaurierten Mittel auch teilweise der Eigenkapitalfinanzierung der preisinduzierten Wachstumseffekte dienen, mit der fiktiven Zurechnung jedoch eine (vollständige) kapital-wertneutrale Wiederanlage unterstellt wird, ist im Bewertungskalkül die Finanzierungslücke des organischen Wachstums nicht geschlossen.

Die weitere Problematik besteht in dem Umstand, dass eine Planung ab dem Zeitpunkt des Beginns der ewigen Rente nicht mehr stattfindet und entsprechend auch keine Planbilanzen mehr zur Verfügung stehen, anhand derer untersucht werden kann, ob bestimmte Posten preisbedingt in Höhe des Wachstumsabschlages steigen werden. Daher wird vereinfachend von einem Thesaurierungsbedarf in Höhe der Wachstumsquote bezogen auf das zum Ende der Detailplanungsphase vorhandene Eigenkapital ausgegangen.

Auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung wird die Erforderlichkeit einer besonderen Thesaurierung für die Finanzierung des Wachstums grundsätzlich nicht beanstandet: Maßgeblich sei der betriebswirtschaftlich anerkannte Gedanke, dass ein nachhaltiges Gewinnwachstum ohne zusätzliche Finanzierung nicht in Betracht komme (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. No-

vember 2011,112 W 66/06, BeckRS 2013, 01573). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung vom 24. November 2011 (21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278) gleichfalls die Notwendigkeit der Thesaurierung von gesonderten Mitteln zur Erhaltung des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente betont. Da diese Entscheidungen vor dem hier maßgeblichen Bewertungsstichtag ergangen sind, war die entsprechende Vorgehensweise als üblich und angemessen anzusehen.

Mit dem Ansatz wachstumsbedingter Thesaurierung wird auch nicht der Wachstumsabschlag vom Kapitalisierungszinssatz storniert. Während der Wachstumsabschlag sich an der unternehmensspezifischen Möglichkeit, Preissteigerungen an Kunden weiterzugeben, orientiert, sichert die wachstumsbedingte Thesaurierung das nachhaltige organische Wachstum, den Substanzerhalt einschließlich der Finanzstruktur (vgl. OLG München Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15, BeckRS 2018, 13474).

5. Persönliche Steuern

Der Anfall persönlicher Steuern auf Ebene der Anteilseigner ist in der Bewertung in Höhe der zum Bewertungsstichtag geltenden Tarifbelastung von 25% zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag angenommen worden, was einer Gesamtsteuerbelastung von 26,375% entspricht.

a) Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektivierter und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

b) Entsprechend sind für die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern zu berechnen, für die der oben genannte, in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz in Ansatz gebracht worden ist. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer

geringeren Kompensation niederschlage würde.

c) Für die Thesaurierungsbeiträge, die in der Planung den Anteilseignern fiktiv zugerechnet werden, greift seit dem 1. Januar 2009 für erzielte Wertsteigerungen die Kursgewinnbesteuerung, die allerdings erst im Zeitpunkt des Verkaufs der Aktien anfällt. Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt damit von der Haltedauer der Aktie ab und sinkt infolge des Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es erforderlich, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung auch hier eine Typisierung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann. Zudem lagen, wie die Prüferin betont, (jedenfalls zum Stichtag im Februar 2012) keine empirischen Untersuchungen zur Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt vor, auf welche sich eine konkrete Annahme zur Höhe der regelmäßig anfallenden Besteuerung hätte stützen können.

Die Bewertungsgutachterin ist insoweit von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den hälftigen nominellen Steuersatz angesetzt. Hiergegen ist nach Ansicht der Kammer wegen des grundsätzlichen Anfalls der Besteuerung, jedenfalls für den inländischen Anteilseigner, nichts einzuwenden. Der typisierende Ansatz des halben nominalen Steuersatzes von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag ist zwischenzeitlich auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt und kann daher einer gerichtlichen Schätzung zugrunde gelegt werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894; OLG Stuttgart, AG 2013, 724/728 m. w. N.).

d) Das Vorhandensein eines steuerlichen Einlagenkontos bei der Pelikan AG, aus dem heraus steuerfreie Ausschüttungen an die Anteilseigner hätten erfolgen können, war aus Bewertungs- und Prüfgutachten nicht ersichtlich.

e) Die Barabfindungsprüferin hat die Annahmen der Bewertungsgutachterin zur effektiven Ertragssteuerbelastung der Anteilseigner analysiert und ausgeführt, dass die von dieser getroffenen Annahmen insgesamt plausibel sind. Gegenteilige Anhaltspunkte waren für die Kammer nicht zu erkennen.

f) Soweit Antragsteller meinen, durch die Sonderregelungen für „Alterwerber", die ihre Anteile vor dem 31. Dezember 2008 erworben haben, müsse die Veräußerungsgewinnbesteuerung unberücksichtigt bleiben, vermochte dies die Kammer schon von der Prämisse her nicht zu überzeugen. Bei einem Bewertungsstichtag, der fast neun Jahre nach dem 31. Dezember 2008 liegt,

war keine Basis für die Vermutung ersichtlich, dass alle oder wesentliche Teile der Minderheitsaktionäre schon zu diesem Zeitpunkt Anteilsinhaber gewesen sein müssten.

g) Der Umstand, dass die Barabfindung selbst ebenfalls zu versteuern ist, ändert nichts daran, dass für die Bewertung des Unternehmens und die Festlegung der Abfindung die Nettozuflüsse an die Anteilseigner zugrunde zu legen sind.

6. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG).

a) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.

Bewertungsgutachterin und Prüferin haben übereinstimmend verschiedene Sachverhalte ermittelt, aus denen sich über die gewöhnliche Geschäftstätigkeit der Gesellschaft hinausgehend ausschüttungsfähige Beträge ergeben.

Eine eindeutige Unterbewertung des insoweit identifizierten nicht für den weiteren Betrieb des Unternehmens notwendigen Vermögens war trotz der entgegenstehenden Behauptungen einiger Antragsteller nicht ersichtlich.

b) Zwar finden sich keine näheren Ausführungen zu der Art und Weise der Bestimmung des Wertes der nicht betriebsnotwendigen Beteiligungen der Pelikan AG an den nicht konsolidierten Gesellschaften Molkari KG, Herlitz Management, PBS System sowie der Partner für Berlin Holding Gesellschaft für Hauptstadt-Marketing mbH, welche von nebst nicht näher spezifizierter Clubmitgliedschaften pauschal mit 0,4 Mio. € bewertet worden sind. Allerdings hat diesen Ansatz überprüft und insoweit in Tz. 415 des Bewertungsgutachtens mitgeteilt, dass sich keine An-

haltspunkte ergeben hätten, welche für einen anderen Wert sprächen.

c) Der Einwand, dass die von der Molkari Vermietungsgesellschaft gehaltenen 50 Millionen Anteile an der Pelikan zu berücksichtigen seien und sich daher ein wesentlich höherer Wert ergeben müsse, war nicht nachvollziehbar. Zwar gehört dieses Unternehmen zu den Gesellschaftern der Pelikan AG und auch zu den Konzerngesellschaften der Antragsgegnerin. Es handelt sich nach dem in Tz. 76 des Prüfgutachtens von abgebildeten Organigramm aber nicht um eine Tochtergesellschaft der Pelikan AG, so dass deren Vermögenswerte zwar der , nicht aber der Gesellschaft zuzurechnen waren.

d) Ferner sind Kaufpreisforderungen aus in den Jahren 2016 und 2017 erfolgten Verkäufen von Grundstücken in Falkensee eingestellt worden. Insoweit sind gegen die Höhe der angesetzten Verkaufserlöse keine Einwendungen vorgebracht worden.

e) Für die übrigen freien Gewerbeflächen in Falkensee, die für eine Veräußerung zur Verfügung stehen, erscheint der Ansatz eines Quadratmeterpreises von 68,00 € zwar relativ konservativ zu sein. Hierbei war aber zum einen zu beachten, dass der Preis mit der Größe des zu veräußernden Grundstücks, die 152.246 m² beträgt, regelmäßig abnimmt. Zum anderen beruht der Ansatz aber nach den Angaben von nicht auf einer freien Schätzung der Gesellschaft, sondern auf einem Preis, der Gegenstand von zum Bewertungszeitpunkt geführten Kaufverhandlungen über ein Teilstück von 45.000 m² war. Daher erschien der von der Bewertungsgutachterin für das Gesamtgrundstück ermittelte Wert von 9,3 Mio. € plausibel. Anlass für weitere Ermittlungen, etwa durch die Einholung eines isolierten Wertgutachtens bestand daher nicht. Auch bei Ansatz eines höheren Wertes wäre nämlich der Beitrag zum Gesamtwert der Pelikan AG so gering, dass selbst der Ansatz des von Antragstellerseite, etwa von der Antragstellerin zu 47., behaupteten Bodenwert von 325,00 € je Quadratmeter keinen messbaren Einfluss auf die von den Minderheitsaktionären je Aktie zu beanspruchende Abfindung haben würde.

f) Soweit die von der Landesgesellschaft der Pelikan AG an Dritte vermieteten Büroflächen in Argentinien betroffen sind, gilt Ähnliches. Auch hier schied eine nähere Ausermittlung der Hintergründe der Wertermittlung sowie der Mieterstruktur und weiterer Details aus. Insoweit war auch maßgeblich zu berücksichtigen, dass die Vertretbarkeit der in den Gutachten getroffene Wertannahme durch den bei der Veräußerung der Immobilie im Jahr 2018 tatsächlich erzielten Kaufpreis bestätigt worden ist.

g) Ebenso wenig war der (isolierte) Marktwert der Zeichen „Pelikan" und „herlitz" zu ermitteln, da der Verkauf von Produkten unter diesen Marken in den Ertragswert der Gesellschaft eingeflossen ist und damit eine erneute Berücksichtigung ausscheidet. Gerade wegen der Bekanntheit vor allem der Marke „Pelikan" ist eine Trennung des Zeichens von der Erzielung von Warenumsätzen unter seiner Verwendung nicht möglich.

7. Synergien

Sowohl von der Bewertungsgutachterin als auch von der Barabfindungsprüferin wurden keine Synergien zwischen der Pelikan AG und der Antragsgegnerin identifiziert, die Auswirkungen auf die ausschüttungsfähigen Ergebnisse der Pelikan hätten haben können.

Es war auch nicht ersichtlich, dass zu diesem Punkt weitere Ermittlungen oder eine Neubewertung erforderlich gewesen wären, da nicht zu erkennen war, dass im Zuge des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre zusätzliche Synergieeffekte zum Tragen kommen konnten, welche in der Planung keinen (allgemeinen) Niederschlag gefunden hätten.

Durch die vor dem Bewertungsstichtag erfolgten gesellschaftsrechtlichen Umstrukturierungen war der Konzern bereits vor dem Abschluss der hier in Rede stehenden Strukturmaßnahme in Gruppe der Antragsgegnerin eingebunden. Da es sich bei der Antragsgegnerin zudem nicht um eine operativ tätige Gesellschaft, sondern um eine - zudem in Malaysia ansässige - Holding handelt, waren Einspareffekte durch eine Zusammenlegung von Unternehmensfunktionen mit denjenigen der Pelikan AG eher fernliegend und daher realistischerweise nicht zu erwarten. Konkrete Anhaltspunkte für Synergien, welche im Bewertungs- und Prüfgutachten keine Berücksichtigung gefunden haben, sind von Seiten der Antragsteller nicht geltend gemacht worden.

8. Kapitalisierungszinssatz

Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der Anteilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens zugrunde gelegten Parameter als überhöht angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes sowie - die ganz überwiegende Mehrzahl der Antragsteller - eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen.

Die Kammer sah auf der Basis der Feststellungen der sachverständigen Prüferin allerdings keinen Anlass, von den im Bewertungsgutachten verwendeten Werten abzuweichen. Die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes waren im Ergebnis vertretbar und daher beizubehalten.

a) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage der Feststellungen von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 1,35 % vor Steuern für zutreffend.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld/Egger/Tönnes, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., Rz. 682).

Soweit in jüngerer Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise - und auch vorliegend von einem Teil der Antragsteller - eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen nicht existieren und aus diesem Grunde ohnehin nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Die Existenz so genannter Credit Default Swaps für Bundesanleihen zeigt nach Auffassung der Kammer nicht, dass diese vom Markt nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten mit der Folge, dass vom Basiszinssatz ein Abschlag vorzunehmen wäre. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche

CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulationsinstrumente genutzt werden. Ein Risikoabschlag auf die am Markt beobachtbaren beziehungsweise prognostizierten Zinssätze war daher nicht angezeigt.

bb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 6. Oktober 2017. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle. NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt. Dieser ist in seiner konkreten Höhe mehr oder weniger zufällig, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. März 2013, I-26 W 6/09 (AktE), BeckRS 2016, 12003).

dd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl der Bewertungsgutachterin als auch der Barabfindungsprüferin entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731). Da die Zinsstrukturkurve bereits Zukunftserwartungen abbildet, ist es nicht vorzugswürdig, die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Renditen für 10- oder 30-jährige Bundesanleihen als

Maßstab für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes heranzuziehen.

ee) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, da es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

ff) Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, auch für den zeitnahen Detailplanungszeitraum, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

gg) Auch ist die nach dem IDW-Modell zugrunde zulegende Verwendung eines Zinssatzes unter Betrachtung eines „unendlichen" Zeitraums nicht zu beanstanden. Zwar ist grundsätzlich bei der Wahl des Betrachtungszeitraums auf die Fristadäquanz zwischen der Unternehmensinvestition und der Investition in die quasi-risikolose Alternativanlage zu achten. Diesbezüglich wird als Konvention regelmäßig von einer fehlenden zeitlichen Begrenzung des Anlagehorizonts ausgegangen, soweit sich nicht für den konkreten Bewertungsfall Besonderheiten ergeben. Insoweit war es vorliegend zutreffend, vom „Regelfall" auszugehen und nicht lediglich auf den Zeitraum der Detailplanungsphase abzustellen. Dem stand die konkrete Planung der Pelikan AG nicht entgegen, da in dieser eine dauerhafte Existenz des Unternehmens unterstellt wird.

hh) Die Bewertungsgutachterin hat den Basiszinssatz über einen Dreimonatszeitraum vor der Unterzeichnung ihrer Stellungnahme ermittelt und den rechnerisch feststellten Wert nach der be-

rufsständischen Rundungsregelung der Wirtschaftsprüfer auf ¼-Prozentpunkte gerundet mit 1,25 % angesetzt. Die Prüferin hat demgegenüber den Zeitraum vom 1. Mai bis 31. Juli 2017 einen Durchschnittswert von 1,3251 % ermittelt und von einer Auf- oder Abrundung abgesehen.

Da für den Basiszinssatz allerdings, wie oben ausgeführt, nicht ein Referenzzeitraum bis zur Fertigstellung des Bewertungs- oder Prüfgutachtens maßgeblich ist, sondern der mit dem Tag der Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme - mithin mit dem 6. Oktober 2017 - endende Dreimonatszeitraum, wäre der für die Berechnungen zu verwendende Zinssatz entsprechend anzupassen gewesen.

ii) Nach den öffentlich zugänglichen Daten des WollnyWP BaseRate Guide lag der durchschnittliche Basiszinssatz auf einen solchen Zeitraum bezogen bis zum Stichtag bei rund 1,35 %, während der Stichtagswert mit 1,39 % leicht höher lag.

Nach der vom IDW vorgeschlagenen und durchgängig praktizierten Verfahrensweise einer Rundung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes auf das nächste Viertelprozent hätte sich damit für die Zwecke der hiesigen Bewertung ein Basiszinssatz von 1,50% ergeben.

Die Kammer hat gegen eine solche Vorgehensweise stets Vorbehalte geäußert und sie als grundsätzlich willkürlich erachtet. Zwar existiert kein allgemeiner Grundsatz, wonach eine - auch zulasten der Antragsteller gehende - Rundung im Bereich des Basiszinssatzes nicht möglich ist (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015, 12a W 7/15, BeckRS 2015, 09001). Es besteht jedoch keine nachvollziehbare Veranlassung, eine rein kaufmännische Rundungsregel anzuwenden. Allerdings kann es gerechtfertigt sein, mit einer Auf- oder Abrundung erkennbare Tendenzen in der Zinsentwicklung zu berücksichtigen. So war hier bei Betrachtung der für den Bewertungsstichtag maßgeblichen Zahlen eine deutliche Aufwärtstendenz in der Zinsentwicklung zu erkennen. Daher wirkte sich im konkreten Fall eine Abrundung auf 1,25%, wie von der Bewertungsgutachterin vorgenommen, zunächst zu Gunsten der Minderheitsaktionäre aus. Dies gilt angesichts der geschilderten Tendenz der Zinsentwicklung ebenso bei der Verwendung des ungerundeten Dreimonatsschnitts wie er von der Barabfindungsprüferin ermittelt und in ihren ergänzenden Berechnungen vom 15. November 2019 in Ansatz gebracht worden ist.

jj) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S1 2008 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes auf 0,99 %

nach Steuern.

b) Marktrisikoprämie

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen von ihrer Risikostruktur her nicht vergleichbar ist. Anders als bei einer für die Dauer einer bestimmten Laufzeit garantierten Rendite, schwanken bei einer Beteiligung an einem Unternehmen die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

aa) Es ist aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in öffentliche Anleihen.

Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzrisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – so auch in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüberstehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber vereinzelt geblieben und wird aktuell nicht mehr vertreten. Es ist nämlich zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld/Egger/Tönnes, a.a.O., Rz. 738). Zudem steht den im Regelfall begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes des Investments gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld/Egger/Tönnes, a.a.O., Rz. 719).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapiere rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktrisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktrisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Risikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld/Egger/Tönnes, a.a.O., Rz. 773).

ee) Den Bedenken gegen die früher übliche „freie" Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modell des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. Dazu

wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, Großkommentar AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

ff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller ausdrücklich hinweisen.

gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren" lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches" Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risikos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381).

Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hh) Auf der anderen Seite ist die dem Modell zugrunde liegende Annahme nicht unplausibel,

dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der idealtypische Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen aber auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines seit längerem geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite (oder auch Unterrendite) ergeben können (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215).

Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem

Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte kann im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werden, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zutreffend zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch OLG Düsseldorf, AG 2022, 705, 710; Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

ll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen" Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 3. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich zum Teil in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Bericht eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,5 % angesetzt. Zur Begründung dieses Ansatzes finden sich im Gutachten zwar längere theoretische Ausführungen zum Hintergrund des Konzepts der Marktrisikoprämie und den Auswirkungen der unterschiedlichen Besteuerungsregime auf deren Höhe.

Im Ergebnis folgt die Bewertungsgutachterin aber der am Bewertungsstichtag aktuellen Empfehlung des FAUB des IDW vom 19. September 2012, in welcher empfohlen wird, sich bei der Bemessung der Marktrisikoprämie an einer Bandbreite von 5,0% bis 6,0% nach persönlichen Steuern zu orientieren. Zur Begründung verweist auf nicht näher genannte empirische Beobachtungen, die relativ konstante Gesamtrenditeforderungen der Kapitalmarktteilnehmer nahelegen würden. Die Kapitalmarktsituation würde mit sehr geringen oder negativen Renditen auf Staatsanleihen nicht dem langfristigen Durchschnitt entsprechen, so dass von einer erhöhten Risikoaversion der Marktteilnehmer auszugehen sei. Somit sei es nicht (mehr) gerechtfertigt, eine allein auf historischen Durchschnittsdaten beruhende Marktrisikoprämie zu verwenden, sondern sich insoweit am oberen Ende der Bandbreite zu orientieren.

Darüber hinaus merkt die Bewertungsgutachterin an, der Umstand, dass die Pelikan ihre Ergebnisbeiträge zum Teil auf internationalen Absatzmärkten erziele, die im Vergleich zum deutschen Markt erhöhten politischen und ökonomischen Risiken ausgesetzt seien, könne grundsätzlich den Ansatz einer Länderrisikoprämie rechtfertigen. Auf einen solchen werde allerdings zu Gunsten der Minderheitsaktionäre verzichtet.

nn) Die sachverständige Prüferin geht auf diese Frage in ihrem Gutachten nicht ein, sondern beschränkt sich im Wesentlichen darauf, die Empfehlung des FAUB, die Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5 % bis 6 % nach Steuern anzusetzen, zu referieren. In Tz. 334 ihres Gutachtens kommt sie zu dem Schluss, dass der von der Bewertungsgutachterin gewählte Ansatz von 5,5% plausibel und jedenfalls nicht zu hoch sei. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus ergäben sich bei Verwendung des Mittelwerts der Bandbreite der Marktrisikoprämien-Empfehlung des IDW niedrige Gesamtrenditen für die Investitionen in Aktienportfolien. Diese lägen unterhalb der in der Vergangenheit durchschnittlich erzielten Renditen und erschienen auch vor dem Hintergrund aktueller Studien zu impliziten Aktienrenditen als eher niedrig.

oo) Die Empfehlung des FAUB basierte bis in das Jahr 2012 im Ansatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff, der die künftig erwartete Marktrisikoprämie aus der empirisch historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere und den Renditen quasi risikofreier Kapitalmarktanleihen abgeleitet hat.

Die Stehle-Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnis-

se mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen. Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisierte Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Markrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet als in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterhin ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zudem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

Darüber hinaus wird das von Stehle ausgewiesene Ergebnis in überproportionalem Umfang durch die zugrunde gelegten Annahmen zur Haltedauer beeinflusst. Dies zeigt ein in einem Verfahren vor dem Landgericht Hannover von Prof. Dr. Großfeld am 11. Dezember 2013 erstattetes Gutachten, in dem auf der Basis der von Stehle zusammengestellten Datengrundlage lediglich die von Stehle verwendete Prämisse einer einjährigen Anlage auf längere Anlagezeiträume von drei bis fünf Jahren verändert wird. Prof. Dr. Großfeld ist (allein) durch diese Änderung zu einem um 1,0 % bis 2,0 % geringeren Ausgangswert für die Marktrisikoprämie vor Steuern gelangt. Im Ergebnis handelt es sich bei dieser Untersuchung aber um keine neue Studie über die Höhe historischer Marktrisikoprämien in Deutschland, sondern lediglich um eine neue, andere Interpretation bekannter Daten. Dass diese der bisherigen Sichtweise erkennbar überlegen ist, wie einige Antragsteller meinen, vermag die Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreiht.

pp) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Januar 2011 - 20 W 3/09 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

qq) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegenden Bewertungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man beim IDW von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden. Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

rr) Die Kammer hat sich in der Vergangenheit nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite, mithin 4,5 %, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

Für die Schätzung des Risikozuschlags in dieser Höhe kann der in § 203 Abs. 1 BewG festgelegte Zuschlag von 4,5% zum Basiszinssatz einen ersten Anhaltspunkt bieten. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt, zeigt sie die Wertung des Gesetzgebers, dass ein solcher Zuschlag im Regelfall als geeignet angesehen werden kann. Die darin enthaltenen pauschalen Ab- und Zuschläge für Wachstum, (mangelnde) Fungibilität, inhaberabhängige Faktoren u. a. (vgl. BT-Drs. 16/11107 S. 24) heben sich gegenseitig weitgehend auf (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894).

ss) Fraglich bleibt allerdings, ob die Einschätzung einer Marktrisikoprämie von 4,5 % als Nachsteuerwert weiterhin Bestand haben kann oder ob insoweit wegen der durch die Finanzkrise veränderten Rahmenbedingungen eine Anpassung erforderlich wird. Eine solche Anpassung liegt

der veränderten Empfehlung des FAUB aus dessen 108. Sitzung zugrunde, die sich laut dem Bewertungsgutachten im Wesentlichen aus der Erkenntnis speist, dass die Spreads sowohl zwischen deutschen und europäischen Staatsanleihen als auch zwischen Interbankenzinsen und Staatsanleihen gestiegen seien. Dies spreche dafür, dass der Preis für die Risikoübernahme am Markt gestiegen sei. Auch die Betrachtung historischer Daten und so genannte ex-ante-Analysen würden dieses Ergebnis stützen. Daher sei eine krisenbedingte Korrektur der Kapitalkosten angebracht.

tt) Die Marktrisikoprämie ergibt sich dabei residual aus der (am Kapitalmarkt beobachtbaren) Gesamtrendite abzgl. des (beobachtbaren) risikolosen Basiszinssatzes.

Da es kein Anlageinstrument gibt, aus dessen Basis sich analog zu Staatsanleihen eine unmittelbare Schätzung der Gesamtrendite ableiten ließe, ist eine Schätzung indirekt vorzunehmen, für die mehrere konzeptionelle Ansätze zur Verfügung stehen. Der FAUB, der einen pluralistischen Ansatz verfolgt und beispielsweise unterschiedliche vergangenheitsorientierte Ansätze (unterschiedliche Zeiträume, unterschiedliche Referenzanlagen, unterschiedliche Mittelwertbildung), unterschiedliche zukunftsorientierte Ansätze sowie nationale und internationale Ansätze betrachtet (vgl. dazu ausführlich Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, 806, 810 ff.), hat dazu eine im Jahr 2012 aktualisierte Bandbreitenempfehlung bezüglich der zu verwendenden Marktrisikoprämie abgegeben, die von 5,5 % bis 7,0 % vor persönlichen Steuern bzw. von 5 % bis 6 % nach persönlichen Steuern reicht.

uu) Für die gerichtliche Schätzung sind grundsätzlich all diejenigen Werte ohne weiteres akzeptabel, die innerhalb der Bandbreite der bezogen auf den Bewertungszeitpunkt in einschlägigen betriebswirtschaftlichen Untersuchungen wie auch in der Bewertungspraxis herkömmlich anzutreffenden, mithin anerkannten und gebräuchlichen Werte für Marktrisikoprämien liegen, insbesondere solche Werte, die sich innerhalb der Spanne in Verlautbarungen des IDW empfohlener Marktrisikoprämien halten

Regelmäßig stellt eine Marktrisikoprämie, die sich an den Vorgaben des IDW für den maßgeblichen Zeitraum orientiert, trotz etwaiger singulärer abweichender Studien oder Gutachten, eine geeignete Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswertes dar und es obliegt weder der Gesellschaft noch dem Gericht im Rahmen seiner eigenen Schätzung des anteiligen Unternehmenswertes, umfassende wissenschaftliche Studien zur Höhe der Marktrisikoprämie als einer letztlich ohnehin nicht zweifelsfrei ermittelbaren Größe durchzuführen, wenn die Vereinigung der

deutschen Wirtschaftsprüfer auf dem fraglichen Gebiet eine Bandbreite bekannt gibt, die zwar gegebenenfalls diskussionswürdig, aber nicht unvertretbar erscheint (vgl. OLG München v. 26.6.2018 - 31 Wx 382/15, AG 2018, 753, 755 = ZIP 2019, 713 = juris Rz. 99 m.w.N.; OLG Frankfurt v. 17.1.2017 - 21 W 37/12, AG 2017, 626, 630 = ZIP 2017, 974 = juris Rz. 108).

vv) Aus den Entscheidungen des Kartellsenats des BGH zum Energiewirtschaftsrecht (z.B. BGH, Beschluss vom 3. März 2020 - EnVR 34/18; BGH, Beschluss vom 9. Juli 2019 - EnVR 41/18, ZNER 2019, 431 ff.), in denen der BGH eine von der Bundesnetzagentur zugrunde gelegte Marktrisikoprämie von 3,8 % gebilligt hat, folgt nichts anderes. Unabhängig von der Frage der Übertragbarkeit dieser Entscheidungen, die die gerichtliche Überprüfung des von der Regulierungsbehörde gewählten Zuschlags nach § 7 Abs. 4, 5 Strom-/GasNEV betreffen, hat der BGH vor dem Hintergrund der eingeschränkten gerichtlichen Kontrolldichte regulierungsbehördlicher Entscheidungen lediglich ausgeführt, dass es sich bei den Empfehlungen des FAUB um eine alternativ in Betracht kommende Berechnungsmethode handele, die dem von der Bundesnetzagentur gewählten Ansatz nicht klar überlegen sei (vgl. BGH, Beschluss vom 9. Juli 2019 - EnVR 41/18, ZNER 2019, 431 ff., Tz. 55 f. zitiert nach juris; so auch OLG München, Beschluss vom 3. September 2019 - 31 Wx 358/16, AG 2020, 133, 136; OLG Frankfurt, Beschluss vom 8. September 2020 - 21 W 121/15, Tz. 132 zitiert nach juris). Im Spruchverfahren sei demgegenüber eine weitergehende tatrichterliche Überprüfung im Verfahren nach § 327f Satz 2 AktG schon deshalb erforderlich, weil die originäre Bestimmung des Abfindungsbetrags nicht einer unabhängigen Regulierungsbehörde obliege, sondern dem Hauptaktionär, der zur Zahlung der Abfindung verpflichtet sei. Der BGH hat auch bestätigt, dass sich die Frage nach der geeigneten Bewertungsmethode als Teil der Tatsachenfeststellung nach der wirtschaftswissenschaftlichen oder betriebswirtschaftlichen Bewertungstheorie und -praxis beurteilt (vgl. BGH, Beschluss vom 3. März 2020 - EnVR 34/18, Tz. 20 zitiert nach juris).

ww) Die Kammer hält vor diesem Hintergrund für den hier maßgeblichen Stichtag Ende 2017 nicht am Ansatz einer Marktrisikoprämie von 4,5% nach Steuern fest, sondern hält – auch – den hier erfolgten Ansatz von 5,5% als Nachsteuerwert für noch plausibel. Dies gilt jedenfalls angesichts der anhaltenden Niedrigzinsphase, die im Wesentlichen nicht auf ökonomischen Faktoren, sondern auf staatlicher Marktintervention beruht und zu entsprechenden Verzerrungen führt.

xx) Soweit zum Teil die Ansicht vertreten wird, es müsse immer dann, wenn der Bewertungsfall nicht nur rein nationale Sachverhalte, sondern internationale Aspekte beinhaltet, wofür die Heranziehung einer international zusammengesetzten Peer Group bei der Ermittlung des Betafaktors

ausreiche, eine weltweite Marktrisikoprämie abgestellt werden (so Ruiz de Vargas, Bewertungs-Praktiker 3/2022, 75 ff), konnte dies nicht zu einem anderen Ansatz führen. Ebenso wenig wie für die Bestimmung der nationalen Marktrisikoprämie existiert für die Schätzung einer globalen Marktrisikoprämie ein allgemein anerkannter Ansatz. Vielmehr ergeben sich mehr oder weniger identische Probleme, etwa hinsichtlich einer Mehrzahl von Studien, die zu unterschiedlichen Ergebnissen gelangen (vgl. etwa den Überblick bei Wollny, a.a.O., S. 557 ff.). Auch stellt sich die Frage der Mittelwertbildung über die Verwendung des geometrischen oder des arithmetischen Mittels in gleicher Weise. Dass diese Methodik gegenüber der Beachtung der Empfehlungen des FAUB vorzugswürdig wäre, ist daher nicht ersichtlich (vgl. auch OLG Düsseldorf Beschluss vom 27. Juni 2022 – I-26 W 13/18, BeckRS 2022, 21307 Rn. 75).

c) Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie mithin marktbezogen, also global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil des individuellen Unternehmens anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab.

Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. Jedenfalls

hat sich bislang in Wissenschaft und Bewertungspraxis keine einheitliche Auffassung zu der Frage entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat auch die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance biz 2011, 176 ff.)

Darüber hinaus verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist. Dies gilt zum einen dann, wenn in der Vergangenheit Marktverwerfungen zu Risikoerhöhungen geführt haben, die zukünftig nicht oder nicht in gleichem Maße zu erwarten sind. Zum anderen können auch im Bewertungsstichtag geplante Umstrukturierungen dazu führen, dass eine Änderung der Risikoposition am Markt eintreten wird, welche die Eignung der im Referenzzeitraum beobachtbaren Betas als Zukunftsschätzer fraglich erscheinen lässt.

bb) Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin sind zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der Pelikan AG trotz der bis zum Bewertungsstichtag durchgängig bestehenden Börsennotierung der Aktie für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht in Betracht kommt.

Die Bewertungsgutachterin führt aus, der Handel mit dem Papier sei durch geringe Umsätze und eine gegenüber anderen im CDAX und DAX gelisteten Aktien hohe Geld-Brief-Spanne von rund 3,7% geprägt gewesen. Dies sei ein deutliches Anzeichen für eine fehlende Liquidität. Ein aussagekräftiger Betafaktor könne daher aus den Handelsdaten nicht abgeleitet werden.

Die Barabfindungsprüferin hat zunächst originäre Betafaktoren für die Pelikan Aktie ermittelt, und zwar anhand des Index MSCI All Country World für Zeiträume von fünf Jahren bis zu einem Jahr für die Zeit vom 7. März 2012 bis zum 6. März 2017 mit wöchentlichen und täglichen Intervallen. Informationshalber teilt die Prüferin auch das Ergebnis für eine monatliche Betrachtung über einen Zeitraum von fünf Jahren mit, obwohl sie diese Betrachtungsmethode nach ihren grundsätzlichen Ausführungen in Tz. 352 des Prüfgutachtens für weniger geeignet hält. Insgesamt ergeben sich durchschnittliche Betafaktoren zwischen 0,02 bei einer wöchentlichen und 0,23 bei einer täglichen Betrachtung, wobei der Monatswert von 0,03 nahe an demjenigen für wöchentliche Renditeintervalle liegt.

Im Anschluss hat die Prüferin, wie auch die Liquidität der Aktie untersucht. Eine nähere Analyse der früher für die Aussagekraft von beobachtbaren Betafaktoren herangezogenen statistischen Filterkriterien in Form von R^2 und des t-Tests hat die Prüferin nicht vorgenommen, da sie diese für nicht maßgeblich hält. Sie führt insoweit in Tz. 363 des Prüfgutachtens lediglich aus, dass sich bei deren Verwendung kein anderes Bild ergeben als bei einer reinen Liquiditätsbetrachtung. Dies folgt – isoliert gesehen – bereits daraus, dass der Wert von R^2 mit maximal 0,03 im überwiegenden Teil der untersuchten Perioden nicht oder kaum von „0" verschieden ist und damit aus rein statistischer Sicht nicht signifikant. Daher erübrigt sich eine weitere Betrachtung der Filterkriterien und eine Entscheidung, ob deren Anwendung noch dem aktuellen wissenschaftlichen Kenntnisstand entspricht.

Im Ergebnis stimmt mit der Bewertungsgutachterin darin überein, dass die für die Pelika-Aktie ermittelbaren Betafaktoren nicht geeignet seien, für die Abbildung des zukünftigen operativen Risikos der Gesellschaft herangezogen zu werden. Zwar sei die Aktie der Pelikan grundsätzlich über den gesamten Betrachtungszeitraum gehandelt worden; es habe aber nicht an jedem Börsentag auch tatsächlich Handel stattgefunden. Auch die verhältnismäßig geringe Höhe des durchschnittlichen täglichen Handelsumsatzes sei ein eindeutiges Indiz für eine nicht ausreichende Liquidität der Aktie. Zudem deuteten die über die einzelnen Teilzeiträume abgeleiteten Werte für die Geld-Brief-Spanne eindeutig auf eine nicht hinreichend hohe Liquidität der Aktie der Pelikan hin.

cc) Die Kammer hielt diese Schlussfolgerung für nachvollziehbar, da eine Regression von Betafaktoren nur dann zu belastbaren Ergebnisse führen kann, wenn sich die zugrundeliegenden Aktienkurze sachlich und zeitlich unverzerrt an die ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen und damit auch auf kursrelevante Informationen reagieren.

Auf der anderen Seite existiert jedoch auch kein allgemein anerkannter Maßstab, welche Kennzahlen für die Beurteilung der hinreichenden Liquidität einer Aktie in Ansatz zu bringen sind. Dies räumt auch die Barabfindungsprüferin ein, wenn sie in Tz. 360 ihres Gutachtens ausführt, dass eine sachgerechte Einschätzung nicht anhand eines spezifischen Liquiditätsmaßes erfolgen könne. Nach ihrer Auffassung ist daher auf die Geld-Brief-Spanne sowie insbesondere den täglichen Handelsumsatz abzustellen.

Vorliegend trat nach Auffassung der Kammer neben die übereinstimmenden Einschätzungen

von Bewertungsgutachterin und Prüferin auch der Umstand, dass unter Berücksichtigung der typischen Betafaktoren von Unternehmen, die ein risikoarmes Geschäftsmodell wie die Verwaltung von Bestandsimmobilien betreiben, davon auszugehen war, dass Betafaktoren von weniger als 0,25 für ein Unternehmen wie die Pelikan AG kaum plausibel sind. Erst recht müssten Werte von -0,04 wie sie nach den Feststellungen der Prüferin am unteren Ende der Bandbreite der eigenen Betas der Gesellschaft ermittelt werden konnten, von vornherein aus der Betrachtung ausscheiden.

dd) Wesentliche Mängel der Analyse in den vorliegenden Gutachten sind von den Beteiligten dieses Verfahrens nicht aufgezeigt worden. Für die Kammer war jedenfalls nicht ersichtlich, dass der eigene Betafaktor der Pelikan AG entgegen der Schlussfolgerungen von Bewertungsgutachterin und Prüferin im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes herangezogen werden könnte.

ee) Damit erwies sich der von Bewertungsgutachterin und Prüferin gewählte Ansatz als zutreffend, den für die Bewertungszwecke zu verwenden Betafaktor aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der Pelikan AG vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln.

ff) Soweit die Antragsteller geltend machen, dass vorrangig auf die Betafaktoren der und der PHAG hätte abgestellt werden müssen, erwies sich dieser Einwand aufgrund der Analysen der Barabfindungsprüferin als nicht gerechtfertigt. Sowohl als auch haben in ihren Gutachten die Entwicklung der Aktienkurse der Antragsgegnerin selbst als auch der schweizerischen Pelikan Holding AG untersucht:

Zwar hält die zuletzt genannte Gesellschaft ausschließlich eine Aktienbeteiligung an der Pelikan AG und übt keine eigene operative Tätigkeit aus, so dass sich ein im Vergleich mit der Pelikan AG weitgehend identisches Risikoprofil ergibt. Allerdings konnten keine aussagekräftigen Daten ermittelt werden, da die Pelikan Holding AG zum 2. März 2015 ein Delisting durchgeführt hat. Unabhängig von der Frage, ob vor diesem Zeitpunkt ermittelbare Betafaktoren wegen des zeitlichen Abstands zum Bewertungsstichtag grundsätzlich geeignet wären, Rückschlüsse auf das zukünftige Risiko der Pelikan AG zuzulassen, fand mit den Aktien auch vor dem 1. März 2015 nur ein sehr geringer Handel statt. Dies drückte sich auch in der sehr hohen Geld-Brief-Spanne von im Mittel 10,81 % aus.

Damit ergab sich ungeachtet des angesprochenen Zeitmoments keine hinreichende Datengrund-

lage für eine ausreichend belastbare Ermittlung eines Betafaktors, der auch für die Pelikan AG hätte herangezogen werden können.

Gleiches gilt auch für die Aktie der Antragsgegnerin, da die Prüferin auch für dieses Papier keinen hinreichend Handel feststellen konnte, um von einer Liquidität der Aktie ausgehen zu können. Zwar lag die Geld-Brief-Spanne mit durchschnittlich rund 1 % im Betrachtungszeitraum in einem „normalen" Bereich. Allerdings fand nicht an jedem Börsentag auch tatsächlich ein Handel mit den Aktien der statt und in vier der fünf von betrachteten Jahresscheiben ergab sich nur ein relativ geringer Handelsumsatz. Insbesondere in den letzten Zeiträumen vor dem Bewertungsstichtag nahm dieser deutlich ab. Aus diesem Grunde konnte dahinstehen, ob auch die statistischen Bestimmtheitsmaße nicht erfüllt sind. Gleichfalls unerheblich war, dass neben der Beteiligung an der Pelikan AG noch weitere Gesellschaften besitzt und kontrolliert, da es sich offensichtlich sämtlich nicht um branchenfremde Beteiligungen handelt.

Neben allgemeiner Kritik am Vorgehen von Bewertungsgutachterin und Prüferin ist von Seiten der Antragsteller nicht behauptet oder geltend gemacht worden, dass in den vorliegenden Gutachten unzutreffende Marktdaten verwendet worden beziehungsweise die zugrunde gelegten Daten falsch interpretiert worden wären. Daher war davon auszugehen, dass sich auch für die Pelikan Holding AG sowie die zwar rein rechnerisch Betafaktoren ermitteln lassen, diese jedoch nicht in hinreichendem Maße die Erwartungen der Marktteilnehmer an das Risiko der beiden Unternehmen widerspiegeln.

gg) Im Ergebnis bestanden daher keine durchgreifenden Bedenken gegen den von Bewertungsgutachterin und Prüferin gewählten Weg, das individuelle Risiko der Pelikan AG aus den Betafaktoren von anderen börsennotierten Unternehmen zu bestimmen, die ein vergleichbares Geschäftsmodell verfolgen. Zwar liegt der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend aus den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens abzuleiten sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnes, NZG 2006, 521, 526). Die Ableitung auf Basis des historischen Betafaktors der zu bewertenden Aktie setzt nämlich stets voraus, dass der historische Betafaktor des zu bewertenden Unternehmens anhand der Regression zwischen den Renditen der Aktien des Unternehmens und den Renditen des jeweili-

gen Aktienindex verlässlich ermittelt und seine zeitliche Stabilität erwartet werden kann (vgl. OLG Düsseldorf Beschl. v. 5.9.2019 – 26 W 8/17 [AktE], BeckRS 2019, 48249 Rn. 60, beck-online)

hh) Die Problematik der von und gebildeten Vergleichsgruppen liegt zwar in dem Umstand begründet, dass sie sich ausschließlich aus ausländischen Unternehmen zusammensetzt. Dies war allerdings im vorliegenden Bewertungsfall nach Auffassung der Kammer weniger relevant als in anderen Konstellationen, da es sich bei der Pelikan AG zwar um eine inländische Gesellschaft handelt. Deren Umsätze werden aber, wie oben gezeigt, in erheblichem Maße auch im Ausland erzielt, sodass aus dem Sitz der Peer Group Unternehmen nicht von vornherein auf eine nur in geringem Maße gegebene Vergleichbarkeit geschlossen werden konnte.

ii) Die Bewertungsgutachterin hat eine Reihe von Unternehmen als ihrer Auffassung nach von ihren Geschäftsaktivitäten her mit der Pelikan AG vergleichbar identifiziert. Allerdings werfen insoweit bereits die Beschreibungen der einzelnen Unternehmen Fragen auf, welche dazu führen, dass mehrere dieser „Peers" nicht in ihre eigene Vergleichsgruppe einbezogen hat.

So handelt es sich bei der Staples, Inc. um einen im Wesentlichen in Nordamerika tätiges Einzelhandelsunternehmen mit eigenen Märkten und Onlineshop. Zwar mag sich das vertriebene Sortiment im Schreibwarenbereich mit den von der Gesellschaft hergestellten beziehungsweise vertriebenen Produkten überschneiden, allerdings sind weder die wesentlichen Handelsaktivitäten – die Pelikan AG besitzt keinen eigenen Endkundenvertrieb – noch die geografische Ausrichtung hinreichend vergleichbar. Ähnliches gilt für die Essendant, Inc., da dieses Unternehmen zum einen ein deutliche größeres Produktsortiment vertreibt als die Pelikan AG, unter anderem Computer-Hardware und -zubehör sowie Werkszeuge und Büroausstattungen. Zum anderen werden 99 % der Umsätze in den USA erzielt.

jj) Im Gegensatz zu hat auch die weiteren Unternehmen Monami Co., Ltd., Südkorea, Adel Kalemcilik Ticaret ve Sanayi Anonim Sirketi, Türkei, Guangbo Group Stock Co. Ltd., China, und Shanghai M&G Stationery Inc., China, nicht in ihre Peer Group einbezogen und dies damit begründet, dass die jeweiligen Absatzmärkte regional begrenzt waren und nicht mit den Absatzmärkten der Pelikan übereinstimmten. Dieser Einschätzung schließt sich die Kammer an, da jeder Absatzmarkt eigene Risiken birgt, die selbst bei einem identischen Produktmix schon im Hinblick auf die jeweilige wirtschaftliche Entwicklung des Heimatlandes eines Unternehmens deutlich voneinander abweichen können.

Neben den auch von für vergleichbar gehaltenen Unternehmen Misubishi Pencil Co., Ltd uns Pilot Corporation, beide aus Japan, sowie der Societe BIC SA aus Frankreich hat die Barabfindungsprüferin auch das italienische Unternehmen F.I.L.A. - Fabbrica Italiana Lapised Affini S.p.A. in ihre Vergleichsgruppe mit aufgenommen.

kk) Auch die reduzierte Peer Group von erscheint im Ergebnis nicht unproblematisch, da etwa BIC ganz wesentliche Umsatzanteile nicht im PBS-Bereich, sondern mit Einwegrasierern und -feuerzeugen erzielt. Betreffend F.I.L.A. merkt die Prüferin selbst an, dass bis zum Ende des maßgeblichen Betrachtungszeitraums nur eine begrenzte Anzahl von Datenpunkten zur Verfügung steht, da die Gesellschaft erst seit 2015 an der Börse gelistet ist und nicht auszuschließen sei, dass in der ersten Phase der Börsennotierung Sondereffekte den Kurs beeinflusst haben.

ll) Soweit eine Mehrzahl von Antragstellern eingewandt hat, dass die Heranziehung der deutschen börsennotierten Edding AG in die Peer Group(s) von Bewerterin und Prüferin nicht nachvollziehbar sei, hat die Barabfindungsprüferin im Rahmen der Anhörung vom 5. November 2019 erläutert, dass mit der Aktie dieses Unternehmens bei Börsenumsätzen von durchschnittlich 5.000,00 EUR pro Tag nur ein „mikroskopischer" Handel stattgefunden habe. Aus diesem Grunde sei die Betrachtung des Betafaktors wegen der fehlenden Liquidität unterblieben. Eine Fehlerhaftigkeit dieser Analyse war angesichts der von der Prüferin mitgeteilten Handelsvolumina nicht ersichtlich. Weitere Unternehmen, die eine „bessere" Vergleichbarkeit zur Pelikan AG aufweisen und zudem börsennotiert sind, haben auch die Antragsteller nicht benennen können, so dass die Kammer davon ausgehen musste, dass solche – insbesondere im Hauptabsatzmarkt D-A-CH – nicht existieren.

Insgesamt kann die grundlegende Schwäche der Bestimmung des Betafaktors über eine Peer Group dann nicht ignoriert werden, wenn, wie im vorliegenden Bewertungsfall, keine tatsächlich mit dem Bewertungsobjekt vergleichbaren Unternehmen identifiziert werden können. Auf der anderen Seite ist die Identifikation von weitgehend oder teilweise mit dem Bewertungsobjekt vergleichbaren Unternehmen einer freien Schätzung des Betafaktors vorzuziehen, soweit nicht (auch) auf aussagekräftige Branchenbetas zurückgegriffen werden kann. Dies war für das von der Pelikan AG bediente Marktsegment jedoch nicht ersichtlich.

mm) Die Prüferin hat selbstständig Betafaktoren sowohl für die „eigene" Peer Group als

auch für die von verwendeten Vergleichsunternehmen ermittelt und ist hier für die Gesamtheit aller Unternehmen zu Durchschnitts- beziehungsweise Medianwerten zwischen 0,76 und 0,91 bei Betrachtung eines 5-Jahreszeitraums und von 0,91 bis 1,02 bei Betrachtung eines Zweijahreszeitraums gelangt, abhängig von der Berücksichtigung von Debt Beta und der damit verbundenen Prämisse, dass auch Fremdkapitalgeber einen Teil des Unternehmensrisikos tragen.

Bei Berücksichtigung ausschließlich der vier von als vergleichbar identifizierten Unternehmen ergibt sich ein deutlich höherer Schnitt von 0,91 bis 1,02 bei einem 5-Jahreszeitraum als Betrachtungsintervall und 0,69 bis 1,09 bei Verwendung eines 2-Jahreszeitraums.

Die niedrigeren Werte ergeben sich bei der Einbeziehung der F.I.L.A. - Fabbrica Italiana Lapised Affini S.p.A., wobei hiergegen nach Ansicht der Kammer spricht, dass die beobachtbaren Betas mit 0,21 beziehungsweise 0,28 für ein der Pelikan AG ähnliches Geschäftsmodell unplausibel niedrig erscheinen und sich insoweit – wie von vermutet – Sondereinflüsse wegen der kurzen Kapitalmarktpräsenz des Unternehmen bemerkbar machen.

nn) Im Ergebnis folgt aus den Betrachtungen der Prüferin, dass eine im Gegensatz zum Vorgehen von enger mit der Pelikan AG vergleichbare Peer Group zu einem höheren Betafaktor führt, der mit 1,02 bis 1,09 oberhalb des Marktdurchschnitts liegt. Vor diesem Hintergrund unterschätzt der von in Ansatz gebrachten unverschuldete Betafaktor von 0,9 tendenziell das Risiko der Gesellschaft und wirkt sich damit zu Gunsten der Minderheitsaktionäre aus.

Die Prüferin hat die Verwendung von Debt Beta bei ihren Berechnungen der unverschuldeten Betafaktoren zwar nicht näher begründet, allerdings ist diese Vorgehensweise dem Grunde nach wohl nicht zu beanstanden. Nach der Systematik des CAPM ist der Ansatz immer dann gerechtfertigt, wenn der von der zu bewertenden Gesellschaft für Fremdkapital zu zahlende Zinssatz über dem risikolosen Zins liegt, was für am Markt tätige Unternehmen der Regelfall ist (vgl. auch Wollny, a.a.O., S. 632 f.).

Ebenso wenig zu beanstanden war, dass für die Regression der Betafaktoren den MSCI World Index verwendet hat. Bei der Ableitung des Betafaktors wird grundsätzlich auf einen breiten Marktindex abgestellt (vgl. auch MünchKommAktG/van Rossum, § 305 Rn. 160). Umstritten ist allerdings, ob dies auf Basis eines breiten nationalen oder internationalen (MSCI World) Index zu geschehen hat (vgl. OLG München, NZG 2022, 606 611). Nach der theoretischen Konzeption des CAPM wird allerdings ohnehin nicht nach regionalem Verhalten der Anleger unterschieden,

selbst wenn es tatsächlich in bestimmten Bereichen einen „Home Bias" geben sollte. Vielmehr investiert der idealtypische Investor in ein globales Marktportfolio und bewegt sich so im „globalen CAPM" mit entsprechenden Renditeerwartungen (vgl. Wollny, a.a.O, S. 609). Besteht eine Peer Group teilweise oder ausschließlich aus internationalen Unternehmen, ist nach einer Auffassung daher sogar zwingend auf das globale CAPM und einen globalen Aktienindex zurückzugreifen (so Ruiz de Vargas/Breuer, Bewertungspraktiker 2/2015, 56). Daher war es entgegen der vom gemeinsamen Vertreter geäußerten Ansicht nicht zu beanstanden, dass für die Bestimmung der Betafaktoren der Peer Group Unternehmen ausschließlich den MSCI World Index und nicht (auch) die jeweiligen Indizes der Heimatmärkte herangezogen hat.

oo) Der von Prüferin und Bewertungsgutachterin trotz unterschiedlicher Herangehensweise übereinstimmend in Ansatz gebrachte (unverschuldete) Betafaktor von 0,9 war nach alldem als plausibel anzusehen.

pp) Gegen die mathematische Ableitung der verschuldeten Betafaktoren im Rahmen der endgültigen Ableitung des Kapitalisierungszinssatzes sind keine Einwendungen erhoben worden.

d) Wachstumsabschlag

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein Wachstumsabschlag anzusetzen.

aa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595).

Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstant bleibender finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595). Zwar sind auch in der Phase der ewigen Rente sowohl mengenmäßige Steigerungen als auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisie-

rungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

Das künftige Wachstum ergibt sich grundsätzlich aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage, sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. In den Planjahren sind diese Wachstumspotentiale einschließlich des inflationsbedingten Wachstums in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen als nominale Größen abgebildet. Ein Wachstumsabschlag ist insofern nicht erforderlich. Im Rahmen der ewigen Rente scheidet eine Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums hingegen aus, da die thesaurierten Überschüsse den Anteilseigner fiktiv unmittelbar zugerechnet werden. Als Wachstumspotential verbleibt damit nur die branchenübliche Preissteigerung (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, BeckRS 2019, 22733).

bb) Der Wachstumsabschlag ist zu schätzen (vgl. Riegger/Gayk, KölnKomm zum AktG, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). In der gerichtlichen Praxis sind für die Vergangenheit Wachstumsabschläge zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

cc) Obwohl der Thematik des Wachstumsabschlages vor allem in dem hier vorliegenden Bewertungsgutachten von nur eine sehr untergeordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie dem Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

dd) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlags maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate gleichzusetzen (so auch schon Piltz, a.a.O., S. 179).

Ein ausschließlicher Rückgriff auf die erwartete Inflationsrate greift schon aus dem Grund zu kurz, dass vom Grundsatz her - unabhängig von dessen absoluter Höhe - bereits im Basiszinssatz eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die (alleinige) Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlags spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein arbeitendes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate wachsen. So hat die Kostenstruktur der LBBH AG als im Wesentlichen auf die Erbringung von Finanzdienstleitungen orientiertem Unternehmen auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein. Mögliche Kostensteigerungen ergeben sich nicht aus der verbrauchertypischen Beschaffung eines Buketts aus Waren und Dienstleistungen, sondern hauptsächlich durch steigende Investitionen in die eingesetzte IT-Technik, Marketing- sowie Personalaufwendungen. Hinzu kommen Belastungen des Ergebnisses durch regulatorische Anforderungen.

ee) Soweit von Antragstellerseite häufig eingewandt wird, ein unterhalb der (Ziel-) Inflationsrate der EZB liegende Wachstumsrate sei unplausibel, wäre der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt.

Zwar sprechen die Ergebnisse einiger Studien für die Annahme eines durchschnittlichen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa Creutzmann, BewertungsPraktiker 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, BewertungsPraktiker, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 Tz. 279 f. zitiert nach juris).

Zudem treffen die fraglichen Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher lediglich einen ersten Anhaltspunkt liefern. Bei der Festlegung der Wachstumsrate im Rahmen einer konkreten Unternehmensbewertung wird im eingeschwungenen Zustand stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft kaum anzutreffen sein,

so dass empirisch beobachtbare Wachstumsraten nur bedingt mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung anzusetzenden Raten vergleichbar sind (vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

ff) Der Standard IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse sein kann, da auf die Situation im konkreten Bewertungsfall abzustellen ist. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG). Dabei ist die Frage zu beantworten, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564).

Darüber hinaus ist zu sehen, dass auch ein unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag durchaus nachhaltiges (positives) Wachstum darstellt. So drückt ein Wachstumsabschlag von 1,0 %, wie er vorliegend angesetzt worden ist, aus, dass das Unternehmen nachhaltig Kostensteigerungen im unternehmensspezifischen Bereich durch Preiserhöhungen auf die Kunden überwälzen oder sonst kompensieren und darüber hinaus ein Gewinnwachstum von 1,0 % erreichen kann, sich aber der allgemeinen Geldentwertung nicht entziehen kann, weil ihr Gewinnwachstum hinter der allgemeinen Inflationsrate zurückbleibt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 274 nach beck-online; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014, 20 W 3/12, Tz. 136 nach beck-online).

hh) Die Bewertungsgutachterin hat ihre Feststellung, langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse der Pelikan AG von jährlich 1,0 % für möglich zu halten, nur pauschal mit den „marktseitigen Rahmenbedingungen" begründet, was angesichts der oben beschriebenen Mehrzahl von Einflussfaktoren nicht ausreichend war.

Die Barabfindungsprüferin hat den Ansatz von im Ergebnis als „plausible Schätzung" bezeichnet. Sie verweist darauf, dass weiteres Wachstum ab dem Ende der Detailplanungsphase zusätzlicher Investitionen in neue Absatzmärkte oder Absatzkanäle bedingen würde. Solche können jedoch nach dem Eintritt in die „ewige Rente" und der Annahme eines „eingeschwungenen Zustands" nicht mehr abgebildet werden, da nach dem Bewertungsmodell des IDW S1 in der Rentenphase kein weiteres organisches Wachstum mehr stattfindet. Würde man derartige Inves-

titionen dennoch auf Dauer ins Bewertungskalkül aufnehmen und hieraus ein höheres Wachstum generieren, würden sich diese gegenläufigen Effekte zwingend kompensieren und daher nicht zu einem höheren Ertragswert führen.

Ergänzend hat die Prüferin in der Anhörung vom 19. November 2019 ausgeführt, dass ein höherer Wachstumsabschlag für sie angesichts der wegen der fortschreitenden Digitalisierung eher begrenzten langfristigen Wachstumserwartungen des PBS-Marktes nicht plausibel gewesen wäre.

Schließlich hat sie in dieser Anhörung den Wert von 1,0% auch mit einem möglichen Gesamtwachstum von 1,8% abzüglich einer Ausfallwahrscheinlichkeit in Höhe von 0,8% begründet.

ii) Die Kammer schließt sich dieser Wertung an, da keine konkreten Anhaltspunkte dafür ersichtlich sind, dass sich ab 2020 eine dauerhaft positivere Entwicklung der Pelikan AG ergeben könnte. Beim PBS-Markt handelt es sich um einen „reifen" Markt, in dem keine Innovationen mehr zu erwarten sind. Wachstumserwartungen durch die zunehmende Alphabetisierung in bislang benachteiligten Ländern stehen in den entwickelten Gebieten Einbußen durch den Ersatz papierbasierter Informationsverarbeitung durch EDV gegenüber.

Letzteres haben auch die Antragsteller, welche die Wachstumsrate von 1,0 % als zu niedrig kritisieren, nicht nachvollziehbar begründen können, aus welchen Erwägungen heraus zwingend eine höhere Wachstumsrate in Ansatz zu bringen sein soll. Insoweit war zu berücksichtigen, dass die EZB als anzustrebende Inflationsrate für den Euro-Raum zwar eine Zielgröße von 2,0 % vorgibt, dieser Wert in der Bundesrepublik sowohl vor als auch unmittelbar nach dem Bewertungsstichtag regelmäßig unterschritten wurde. Eine rein inflationsgetriebene Wachstumsrate kann daher nach Ansicht der Kammer diese Zielgröße jedenfalls regelmäßig nicht übersteigen.

jj) Schließlich ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben. Eine zusätzliche Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde.

Die gegenteilige Annahme verkennt zunächst, dass in der Phase der ewigen Rente die thesaurierten und den Anteilseigner fiktiv zugerechneten Beträge einen wesentlichen Teil des operativen

Wachstums darstellen und dementsprechend bereits abgebildet sind. Auch insofern steht die Annahme eines Wachstumsabschlags von 1,0 % nicht im Widerspruch zu Studien, die höhere Gesamtwachstumsraten von Unternehmen feststellen. Nach der von Tschöpel/Wiese/Willershausen entwickelten Formel entspricht ein inflationsbedingter Wachstumsabschlag von 1,0 % unter Einbeziehung des zukünftigen Dividendenwachstums aus Thesaurierungen einem nachhaltigen Gewinnwachstum von mehr als 5 %. Allein vor diesem Hintergrund ist auch die Argumentation, dass ein Wachstumsabschlag von nur 1,0 % zu einem dauerhaften „Schrumpfen" des Unternehmens führe würde, nicht zutreffend.

9. Plausibilisierung der Planung

Diskrepanzen zwischen dem ermittelten Ertragswert und dem anhand einer vereinfachten Preisfindung ermittelten Preis für das Unternehmen können und sollten allerdings Anlass dafür sein, die jeweils zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen und ggf. zu korrigieren (vgl. IDW S1 2000 Tz. 168; IDW S1 2005 Tz. Tz. 177; IDW S1 2008 Tz. 167).

a) EBIT/EBITDA-Prognosen für die Peer Group

Von den Antragstellern wird insbesondere als unplausibel und als Hinweis auf eine zu pessimistische Planung der Umstand gewertet, dass auf der Konzernebene gegenüber der Vergangenheit zwar eine Erhöhung sowohl der Umsätze als auch eine Verbesserung der EBITDA- und EBIT-Margen vorgesehen ist, die Gesellschaft aber auch langfristig nicht die durchschnittliche Profitabilität der in der Peer Group zusammengefassten Vergleichsunternehmen erreichen soll.

aa) Soweit allerdings bereits bei der Auswahl der Peer Group Zweifel an der tatsächlichen Vergleichbarkeit der Geschäftstätigkeit der Pelikan AG auf der einen und der für die Peer Group herangezogenen Unternehmen auf der anderen Seite aufkommen mussten, setzt sich diese Problematik bei einem Vergleich der tatsächlich erzielten und prognostizierten Margen ohne Weiteres fort. Soweit sich anhand eher formaler (Such-) Kriterien in den von und verwendeten Datenbanken zwar eine Vergleichbarkeit feststellen lässt, diese aber bei näherer Betrachtung etwa der Größe und Diversifizierung nicht mehr gegeben ist, muss eine unmittelbare Gegenüberstellung unter dem Gesichtspunkt der Profitabilität letztlich scheitern. Abweichungen bei den EBITDA- und EBIT-Margen stellen in diesem Fall keine ausreichenden Indizien für die Annahme dar, dass die von der Gesellschaft vorgelegte Planung – erneut – einer kritischen Würdigung unterzogen werden müsste.

bb) Die Barabfindungsprüferin hat ihre zunächst nur relativ pauschal gegebenen Erläuterungen hinsichtlich struktureller Unterschiede zwischen der Pelikan AG und den Unternehmen der Vergleichsgruppe, im Rahmen der Anhörung noch weiter präzisiert. Hier war insbesondere das Verhältnis zwischen Eigenherstellung und Vertrieb sowie das Vorhandensein höhermargiger Geschäftsfelder maßgeblich. Insoweit repräsentieren die Daten der Staples, Inc. mit einer EBITDA-Marge von maximal 7,3 % die bei einem reinen Handelsunternehmen zu erwartenden Daten, während sich am oberen Ende der Bandbreite für BIC ein Wert von 25,3 % ergibt. Dieses Unternehmen erzielt den Großteil seiner Umsätze, wie oben bereits beschrieben, jedoch nicht im PBS-Bereich, so dass eine unmittelbare Vergleichbarkeit der wirtschaftlichen Fundamentaldaten von vornherein nicht gegeben ist. Die EBITDA-Margen der Pelikan AG liegen im gesamten Zeitraum 2014 bis 2019 in der Bandbreite der gesamten Peer Group, allerdings unterhalb von Mittelwert und Median. Bei einer Betrachtung der reduzierten Peer Group, welche von verwendet worden ist, verschiebt sich der Maßstab, da diese Unternehmen im Durchschnitt höhere EBITDA-Margen erzielen. Auch der Produktmix der Pilot Corporation weicht von demjenigen der Gesellschaft ab, da es sich zum einen um den größten Schreibwarenhersteller Japans handelt, während die Pelikan AG zu einem erheblichen Anteil als Vertriebsunternehmen tätig ist. Zum anderen werden auch Spiel- und Geschenkwaren wie Ketten und Keramikartikel vertrieben. Die Schlussfolgerung der Barabfindungsprüferin, dass sich die zwischen den Peer Group-Unternehmen und der Pelikan bestehenden Ertragsunterschiede auch im Zeitverlauf nicht vollständig auflösen werden, da die Unterschiede in den Geschäftsfeldern und Geschäftsmodellen dauerhaft zu unterschiedlichen Margen führen, war daher aus Sicht der Kammer nachvollziehbar und nicht zu beanstanden. Es bestand daher keine Veranlassung, entgegen der Planung davon auszugehen, dass sich mit dem Geschäftsmodell der Gesellschaft innerhalb des Detailplanungszeitraums oder langfristig (deutlich) höhere Ergebnismargen erzielen lassen.wehwe

b) Tatsächliche Ergebnisse der Jahre 2017 und 2018

Die Kammer hält zur Plausibilisierung zwar einen Vergleich zwischen der Planung und den Ergebnissen des unmittelbar nachfolgenden Wirtschaftszeitraums für möglich und zulässig. Ein solcher Abgleich zwischen Planungsinhalten und tatsächlichen Ergebnissen darf allerdings unter Berücksichtigung der Wurzeltheorie nur innerhalb eines zeitlich begrenzten Rahmens rund um den Bewertungsstichtag für die Beantwortung der Frage herangezogen werden, ob die Planung als plausibel anzusehen ist.

aa) Nach der Wurzeltheorie müssen die maßgeblichen Umstände bereits in den Verhältnissen zum Stichtag angelegt gewesen sein. Andernfalls können sie keine Berücksichtigung finden (vgl. OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44 ; Veil in Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., Rz. 78 zu § 305 AktG). Allerdings ist nicht jeder Umstand, der bereits zum Bewertungsstichtag angelegt ist, bei der Ertragsplanung zu berücksichtigen. Hinzukommen muss vielmehr das zusätzliche Erfordernis der Vorhersehbarkeit der Entwicklung (so schon BGH, NJW 1973, 509, 511).

Diese weitere Voraussetzung ist notwendig, um eine Eingrenzung herbeizuführen, da andernfalls praktisch alle späteren Entwicklungen Berücksichtigung finden müssten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 31, juris).

bb) Bei in der entfernteren Zukunft eingetretenen Entwicklungen wird man regelmäßig nicht mehr davon ausgehen können, dass diese zum Stichtag bereits erkennbar angelegt waren. Dies gilt vorliegend angesichts des Umstandes, dass die Bewertungsplanung bereits im Dezember 2016 vom Aufsichtsrat der Pelikan genehmigt worden war, insgesamt für die Ergebnisse des Wirtschaftsjahres 2018. Vor diesem Hintergrund lässt sich – auch aus der Sicht des Bewertungsstichtags im Oktober 2017 – nicht die Feststellung treffen, dass bei einem negativ gegenüber der Planung abweichenden Ergebnis die darin getroffenen Annahmen zu optimistisch gewesen seien. So führt die Antragsgegnerin etwa aus, dass Umsatzverluste in Mexico auf ein Erdbeben zurückzuführen gewesen sind. Hierbei handelt es sich um ein ebenso wenig planbares Ereignis wie Epidemien oder Kriege, welches daher keine Rückschlüsse auf eine besonders positive Planungssicht zulässt.

cc) Die von der Antragsgegnerin für das Jahr 2017 angeführten Rückgänge sowohl des Umsatzes als auch der prognostizierten EBIT- und EBITDA-Margen waren darüber hinaus im Bewertungsstichtag bereits vorhersehbar, ohne dass die Gesellschaftsorgane eine Anpassung der Planung vorgenommen hätten oder Bewertungsgutachterin oder die Prüferin es für erforderlich gehalten hätten, auf derartige Änderungen hinzuwirken (vgl. etwa Prüfgutachten Tz. 173). Ein negatives Wachstum der Umsätze war von vornherein in der Planung vorgesehen, da im Jahr 2017 eine Bereinigung des Produktportfolios um Produkte mit nicht ausreichender Profitabilität erfolgen sollte. Darüber hinaus haben die Antragsteller zu 30) bis 32) vorgetragen, dass die Gesellschaft selbst den Rückgang des EBIT im Jahresbericht 2017 auf eine Reihe von Sondereffekten zurückgeführt hat, die zum einen mit dem Verkauf der POS Servicegesellschaft und zum anderen mit den erstmalig erfolgten Abschreibungen für die im Dezember 2016 auf die (damalige) Pe-

likan AG übertragene Immobilie in Falkensee zusammenhingen. So merkt auch die Barabfindungsprüferin in Tz. 181 ihres Berichts an, dass sich im Planjahr 2017 einmalige Belastungen im Zusammenhang mit dem Verkauf der POSS in Höhe von 2,2 Mio. EUR ergeben haben

Vor diesem Hintergrund war nicht zu erkennen, dass die Planung für das Jahr 2017 - in Bezug auf das für den Unternehmenswert hauptsächlich maßgebliche organische Geschäft der Gesellschaft - übermäßig optimistische Annahmen enthalten hat.

dd) Soweit die tatsächlich erzielten Ergebnisse des Jahres 2018 betroffen sind, fehlt es an hinreichenden Angaben der Antragsgegnerin zu den genauen Gründen des Minderergebnisses, und zwar aufgeteilt nach den einzelnen geografischen Regionen sowie Einmal- beziehungsweise Sondereffekten.

Daher lässt sich auch insoweit nicht feststellen, ob die in die Bewertung eingeflossene Planung aus systematischen Gründen die erzielbaren Ergebnisse überschätzt hat. Insoweit konnte dahinstehen, ob der Einwand – etwa der Antragstellerin zu 42) – zutrifft, dass die Planung für das Jahr 2018 bereits wegen weiterer Umstrukturierungen im Pelikan-Konzern nicht mit dem erzielten Ergebnis zu vergleichen ist.

Schließlich hat die Barabfindungsprüferin die operative Planung für die Jahre 2017 bis 2019 umfassend analysiert und ist dabei in Tz. 274 ihres Gutachtens zu dem Ergebnis gelangt, dass die der Planung zugrunde gelegten Annahmen plausibel und in sich konsistent sind.

Darüber hinaus hat die Prüferin ausgeführt, dass der überproportionale Anstieg der Ertragskraft der Pelikan in den Jahren 2017 bis 2019 die zum Bewertungsstichtag konkretisierten erwarteten Ertragschancen der Pelikan berücksichtigt.

c) Multiplikatoren

Sowohl als auch haben neben der Ermittlung des Ertragswerts den Versuch unternommen, das gewonnene Ergebnis im Wege eines Multiplikatorvergleichs zu verproben.

a) Die Bewertung anhand von Multiplikatoren ist gegenüber dem hier zur Anwendung gelangten Ertragswertverfahren nur eine vereinfachte Methode (vgl. WP-Handbuch 2008, Abschnitt A, Rdn. 395) und kann folglich auch nur in Ausnahmefällen dazu dienen, die mittels der überlege-

nen Methode gewonnenen Ergebnisse in Frage zu stellen. Ein solcher Ausnahmefall ist schon aufgrund der fehlenden Eindeutigkeit der sowohl von der Bewertungsgutachterin als auch der sachverständigen Prüferin mitgeteilten Werte nicht gegeben.

b) In diesem Zusammenhang ergeben sich zum einen dieselben Schwierigkeiten wie bei der Zusammenstellung einer „passenden" Peer Group, da die einbezogenen Unternehmen mit der zu untersuchenden Gesellschaft in möglichst vielen wirtschaftlich relevanten Parametern vergleichbar sein müssen, um zu validen Ergebnissen zu gelangen.

Zu den Schwierigkeiten der von Bewertungsgutachterin und Prüferin verwendeten Gruppe(n) von Vergleichsunternehmen kann auf die oben im Rahmen des Betafaktors diskutierten Probleme verwiesen werden. Die Bewertungsgutachterin hat für die in ihre Peer Group aufgenommenen Unternehmen die Gesamtunternehmenswerte und den zu erwartenden EBIT ermittelt, da sie weitere Methoden wegen der Heterogenität der einbezogenen Unternehmen für nicht anwendbar hielt. Darüber hinaus lagen für die Vergleichsunternehmen Monami, Kukuyo, Adel und Pilot keine Analystenschätzungen für deren EBIT-Entwicklung vor, so dass sie diese nicht in ihre Betrachtung einbezogen hat.

gelangte bei einer Verwendung der beobachteten Multiplikatoren der Peer Group zu einer Bandbreite von Unternehmenswerten für die Pelikan AG von 198 Mio. € bis 313 Mio. €, so dass sich der von ihr ermittelte Ertragswert in der Mitte dieser Spanne befindet und sich aus Sicht der Bewertungsgutachterin damit keine Indizien für ein unplausibles Ergebnis fanden.

Die Barabfindungsprüferin hat die Berechnungen der Bewertungsgutachterin nicht näher kommentiert, sondern eigene Berechnungen zu EBITDA- und EBIT-Multiplikatoren durchgeführt. Aus diesen ergab sich, dass über den Detailplanungszeitraum der aus den Multiplikatoren der Vergleichsunternehmen abgeleitete Wert der Pelikan-Aktie ansteigt, was sich nach den Analysen der Prüferin mit dem gegenüber der Peer Group vorgesehenen überproportionalen Ergebnissteigerungen zwischen 2017 und 2019 erklären lässt. Insgesamt ließen die ermittelten Werde jedenfalls keine Hinweise auf eine fehlende Plausibilität des Ertragswerts erkennen.

c) Wegen der grundsätzlich beschränkten Aussagekraft des Multiplikatorvergleichs hat die Kammer davon abgesehen, hier weitere Ermittlungen vorzunehmen. Die Verschiedenheit der auch in der Peer Group von zusammengeführten Unternehmen zur Pelikan AG würde zu keinem wesentlichen Erkenntnisgewinn führen können.

10. Börsenkurs

Die Betrachtung des Börsenkurses der Pelikan AG beziehungsweise der Methoden zu dessen Ermittlung konnten nicht zu einer Barabfindung oberhalb des von der Antragsgegnerin angebotenen beziehungsweise des von der Kammer ermittelten Ertragswerts führen. Der Börsenkurs lag deutlich unterhalb des nach der Ertragswertmethode bestimmten Abfindungsbetrages und konnte daher in seiner Funktion als Wertuntergrenze außer Betracht bleiben.

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre im Rahmen des § 305 Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können, Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern.

Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie" deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der

Börsenkurs.

c) Nach der Rechtsprechung des BGH ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln (vgl. BGH, AG 2011, 590, Tz. 8 -Stollwerck, zitiert nach juris). Die öffentliche Bekanntgabe der Absicht der Antragsgegnerin, einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre durchführen zu wollen, erfolgte am 7. März 2017, sodass für die Ermittlung des Börsenkurses der Zeitraum zwischen dem 7. Dezember 2016 bis 6. März 2017 maßgeblich war.

d) Für diesen Referenzzeitraum ergab sich ein gewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs gemäß § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO nach den Ermittlungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Höhe von 0,73 EUR. Dieser erfüllte nach den Analysen der Bewertungsgutachterin, denen sich die Barabfindungsprüferin angeschlossen hat, auch die Liquiditätskriterien gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO. Zwar fand, auch bedingt durch nur noch geringen Streubesitz, nicht mehr an jedem Handelstag auch ein Börsenhandel mit Aktien der Pelikan AG statt. Vielmehr war dies nur an 59 von 63 beobachteten Tagen im Referenzzeitraum der Fall, was einer Handelsquote von 93,7 % entsprach. Allerdings ergaben sich nach den Feststellungen von die von nicht korrigiert worden sind, keine Kurssprünge, die über 5 % lagen. Es bestanden daher keine konkreten Anhaltspunkte für eine Marktenge, so dass einzelne Aktionäre wahrscheinlich in der Lage gewesen wären, ihre Anteile zum Durchschnittskurs zu veräußern.

Fehler bei der Ermittlung des Börsenkurses waren nicht ersichtlich und sind von Antragstellerseite nicht geltend gemacht worden.

e) Vor diesem Hintergrund konnte dahinstehen, dass nach der Stollwerck-Rechtsprechung des BGH der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein kann, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Vorliegend mag es sich bei einem Zeitraum von sieben Monaten zwischen der Bekanntmachung des Ausschlussverlangens und der beschlussfassenden Hauptversammlung um einen „längeren Zeitraum" in diesem Sinne gehandelt haben.

Eine allgemeine Kurs- oder Branchenentwicklung, welche im fraglichen Zeitraum ab dem 7.

März 2017 zu einer deutlichen Erhöhung des Kurses der Pelikan-Aktie um mehr als 35 % hätte führen könnte, war jedoch nicht ersichtlich. Damit konnte dahinstehen, unter Verwendung welcher Parameter eine Anpassung des Kurses zu erfolgen hätte. Die Antragsteller sind der Darstellung der Antragsgegnerin, dass eine Anpassung anhand einer Fortschreibung der DAX- oder MDAX-Entwicklung zu einem Wert von maximal 0,81 € je Aktie führen könnte, nicht entgegengetreten.

f) Hinweise für eine Kursbeeinflussung durch die Gesellschaft oder die Antragsgegnerin lagen nicht vor.

aa) Unter welchen Voraussetzungen Börsenkurse im Spruchverfahren als hinreichend aussagekräftig anzusehen sind, bleibt aus verfassungsrechtlicher Sicht der fachrichterlichen Prüfung und Würdigung überlassen. Die abstrakte Gefahr der Manipulierbarkeit oder die bloße, unbewiesene Behauptung einer Manipulation eines einzelnen Börsenkurses reicht jedenfalls nicht aus, um die Aussagekraft von Börsenkursen als Bewertungsgrundlage generell in Frage zu stellen (vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom/T-Online", Tz. 25 zitiert nach juris).

bb) Zwar ist es denkbar, dass festgestellte Börsenkurse kein Angemessenheitsurteil ermöglichen, wenn diese wesentlich durch eine Kursmanipulation im Wege gezielter Falschinformationen beeinflusst wurden oder durch nachgewiesenen Insiderhandel zustande gekommen sind. Diesbezüglich reicht es aber nicht aus, dass lediglich die Vermutung geäußert wird, es sei im Vorfeld der Strukturmaßname und deren Ankündigung zu Kursbeeinflussungen gekommen. Derartige bloße Mutmaßungen sind auch nicht geeignet, zu Nachforschungspflichten durch das Gericht im Rahmen des im Spruchverfahren eingeschränkten Amtsermittlungsgrundsatzes zu führen. Vor Manipulation schützen nämlich zum einen bereits die sanktionsbewehrten kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten (§ 15 WpHG a.F.), das kapitalmarktrechtliche Insiderhandelsverbot und zum anderen das Verbot der Marktmanipulation (Art. 14, 15 der Marktmissbrauchs-Verordnung).

cc) Im Übrigen hat der BGH ausgeführt, dass Manipulationen erheblich erschwert, mit einiger Wahrscheinlichkeit sogar ausgeschlossen werden, wenn (wie hier geschehen) ein durchschnittlicher Referenzkurs gewählt wird (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, Tz. 24 zitiert nach juris).

Nach alldem war nicht ersichtlich, dass entgegen der objektiven Datenlage ein Börsenkurs oberhalb von 0,73 EUR als Mindestwert für die Aktien der Gesellschaft hätte zugrunde gelegt werden müssen.

11. Vorerwerbspreise

Eine weitere Verbesserung des Abfindungsbetrages konnte sich auch nicht aus (Markt-) Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der Gesellschaft gezahlt haben.

a) Die Berücksichtigung derartiger Entgelte ist verfassungsrechtlich nicht geboten, da sie regelmäßig über dem marktüblichen Preis liegen, weshalb hieraus grundsätzlich nicht der (objektive) Verkehrswert der Aktien abgeleitet werden kann. Der vom Mehrheitsaktionär gezahlte Erwerbspreis hängt von seinem bisherigen Beteiligungsbesitz, seinen strategischen Absichten und insbesondere vom konkret zu erzielenden Grenznutzen, also den durch den (Ergänzungs-) Kauf erhofften finanziellen Vorteilen ab (vgl. zutreffend OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195). Die dabei vereinbarten Preise haben regelmäßig keine Beziehung zum Verkehrswert des Aktieneigentums (vgl. BVerfG DB 1999, 1693, 1695).

b) Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen umstritten. Vor allem in der Literatur wird die Ansicht vertreten, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine so genannte „Kontrollprämie" Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. Schüppen/Tretter in Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdnr. 16; Behnke, NZG 1999, 934). Diese Auffassung hält die Kammer aber nicht für zutreffend. In dem Preis, den ein Marktakteur für den Erwerb einer (Kontroll-) Mehrheit an einem Unternehmen zu zahlen bereit ist, kommt der Grenznutzen zum Ausdruck, den ein Mehrheitsaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag" zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs wäre der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte, höhere Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf, eine solche Verkaufssituation zu unterstellen, hat ein Minderheitsaktionär aber weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch - angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit - einfachrechtlich einen Anspruch (vgl. BVerfGE NZG 1999, 931, 932 – DAT/Altana; BGH, NZG 2010, 939, 943 – Stollwerck).

c) Die Antragsgegnerin hat in ihrer Antragserwiderung vom 27. September 2018 die Preise für die von ihr zwischen dem 29. Dezember 2016 und dem 27. Februar 2017 erworbenen Aktienpakete offengelegt. Sie hat danach zwischen 0,73 € und 0,75 € pro Aktie gezahlt, was in etwa dem durchschnittlichen Börsenpreis entsprach und deutlich unterhalb der Barabfindung lag. Die Angaben der Antragsgegnerin entsprachen der Darstellung der Barabfindungsprüferin in Tz. 467 ihres Gutachtens, so dass keine Anhaltspunkte für insoweit unzutreffende Angaben existierten. Damit ergaben sich insoweit, ungeachtet der Relevanz von Vorerwerbspreisen für die den Minderheitsaktionären zu gewährende Abfindung, keine Hinweise auf eine Unterbewertung der Pelikan AG.

12. Liquidationswert

Die Betrachtung eines Liquidationsszenarios der Pelikan AG konnte zu keinem höheren Unternehmenswert führen.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert im konkreten Bewertungsfall die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471; OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn das Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger/Gayk, a.a.O., Rz. 82 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: die Pelikan AG wird nach der vorliegenden Planung dauerhaft profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig übersteigen sollen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Vor diesem Hintergrund war eine lediglich überschlägige Betrachtung der Höhe eines fiktiven Liquidationserlöses ausreichend. Diesbezüglich sind die Bewertungsgutachterin und die Barabfindungsprüferin übereinstimmend zu dem Ergebnis gelangt, dass der Liquidationswert deutlich un-

terhalb des Ertragswerts liegt und damit für die Zwecke dieses Verfahrens unbeachtlich ist.

c) Zwar teilt die Bewertungsgutachterin die Höhe des von ihr ermittelten Liquidationswerts nicht mit, da sie diesen grundsätzlich für unbeachtlich hält. Die Barabfindungsprüferin erklärt gleichfalls, lediglich eine überschlägige vereinfachte Abschätzung eines möglichen Liquidationswerts vorgenommen zu haben. Die sich hierbei ergebende Wertindikation habe jedoch deutlich unterhalb des Ertragswerts gelegen. Dies war jedoch dem Grunde nach nicht zu beanstanden, dass eine nähere Ausermittlung unterbleiben kann, wenn sich bei Betrachtung der maßgeblichen Parameter nicht die Vermutung ergibt, dass der zu erzielende Erlös den Ertragswert übersteigen könnte.

13. Substanzwert

Auch der Substanzwert der Pelikan AG war nicht zu ermitteln, auch wenn sich im Prüfgutachten hierzu Ausführungen finden (Tz. 471 ff.). Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung nämlich regelmäßig ungeeignet (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 240). Zudem handelt es sich wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und bewertbaren im Unternehmen vorhandenen immateriellen Werte lediglich um einen Teilrekonstruktionswert. Auch in der Betriebswirtschaftslehre wird dem Substanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung daher kein selbstständiger Aussagewert beigemessen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, a.a.O., Anh § 11 Rz. 52).

Diesen Umstand hat die Barabfindungsprüferin berücksichtigt und ausgeführt, dass ein Gesamtrekonstruktionswert nur unter Einbeziehung nicht bilanzierungsfähiger Werte eines Unternehmens festgestellt werden kann. Der Substanzwert der Pelikan bestehend aus den vorhandenen Vermögenswerten abzüglich der Schulden betrug nach den Feststellungen der Prüferin rund 163,7 Mio. € und lag damit deutlich unterhalb des Ertragswerts. Wie die Prüferin feststellt, hätte es mithin einer nicht bilanzierten stillen Reserve im Unternehmen von mehr als 134 Mio. € bedurft, damit der Substanzwert den Ertragswert übersteigt und führt hierzu aus: Hinweise auf stille Reserven in bilanzierten Vermögensgegenständen, die auch nur annähernd diese Größenordnung erreichen, liegen uns nicht vor. Dieser Analyse schließt sich die Kammer neben den oben geschilderten Bedenken grundsätzlicher Art an.

14. Sonstiges

Soweit schließlich die Antragstellerin zu 51) einen Aufschlag auf den ermittelten Ertragswert von 8,3% verlangt, da es sich zwischen der Bekanntgabe des Übertragungsverlangens und dem Zeitpunkt der Hauptversammlung um einen „längeren Zeitraum" gehandelt habe, übersieht sie, dass sich die ihrem Verlangen offenbar zugrunde liegende Rechtsprechung des BGH allein auf die Wertermittlung anhand von Börsenkursen bezieht, welche vorliegend aufgrund der erheblichen Differenz zum Ertragswert keine Rolle spielt.

15. Kosten

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Wegen des Verfahrensergebnisses war darüber hinaus der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen, § 15 Abs. 2 SpruchG. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass ein Erfolg der Spruchverfahrensanträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller gegen die Antragsgegnerin einen Anspruch auf Erstattung ihrer notwendigen Auslagen besitzen. Dabei kommt es nicht auf die im Einzelnen erstrebte, sondern auf die tatsächlich als Ergebnis des Verfahrens erfolgte relative Erhöhung der zu zahlenden Abfindung an (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 93 zu § 15 SpruchG).

c) Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs aber nur dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass die Unzulässigkeit beziehungsweise Unbegründetheit der Anträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller ihre Kosten endgültig selbst zu tragen haben (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 89 zu § 15 SpruchG; KölnKomm/Rosskopf, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 48 zu § 15 SpruchG). Aus diesem Grunde war hinsichtlich der Antragsteller zu 16), 17), 28), 47), 56), 57) und 58), deren Anträge aus unzulässig verworfen worden sind, keine Kostenerstattung anzuordnen.

16. Geschäftswert

Die Höhe des für die Gerichtsgebühren maßgeblichen Geschäftswerts bestimmt sich nach § 74 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert im Spruchverfahren dem Betrag, der von allen

in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten - nicht nur den Antragstellern im Verfahren - nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Das ergibt eine Summe von 100.467,81 EUR (= Erhöhungsbetrag je Aktie von 0,03 EUR x 3.348.927 Aktien der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre). Da diese unterhalb des Mindestgeschäftswerts von 200.000,00 EUR liegt, war dieser damit in Ansatz zu bringen.

Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

17. Rechtsmittel

Eine gesonderte Zulassung der Beschwerde nach Maßgabe des § 61 Abs. 3 FamFG war nicht veranlasst, da die Rechtssache keine grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Beschwerdegerichts erfordern.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **Beschwerde** statt.

Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat bei dem
Landgericht Berlin
Littenstraße 12-17
10179 Berlin
einzulegen.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post und soll die Bekanntgabe im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück 3 Tage nach Aufgabe zur Post als bekanntgegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von 5 Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt. Die Beschwerde kann zur Niederschrift eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei dem Gericht, bei dem die Beschwerde einzulegen ist, eingeht. Die Beschwerdeschrift bzw. die Niederschrift der Geschäftsstelle ist von dem Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Die Beschwerde muss die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten,

dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen
- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:
- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite www.justiz.de verwiesen.