

Landgericht Berlin

Az.: 102 O 49/14 .SpruchG



Beschluss

**In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren
betreffend Abfindung und Ausgleich aufgrund des
zwischen der GSW Immobilien AG und
abgeschlossenen
Beherrschungsvertrages**

Beteiligte:

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht den Handelsrichter und den Handelsrichter am 20.06.2023 beschlossen:

Die auf Erhöhung der Barabfindung aus dem am 30. April 2014 abgeschlossenen Beherrschungsvertrag gerichteten Anträge werden zurückgewiesen.

Der den Minderheitsaktionären aus dem am 30. April 2014 abgeschlossenen Beherrschungsvertrag nach § 304 AktG zustehende Ausgleich wird auf 2,58 EUR brutto je Stückaktie festgesetzt, entsprechend einem Nettobetrag von 2,17 EUR zuzüglich Solidaritätszuschlag und Körperschaftssteuer.

Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens zu tragen einschließlich derjenigen Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren.

Der Gegenstandswert für die Gerichtskosten und die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf 7,5 Mio. EUR festgesetzt.

Gründe:

Gründe:

I.

Das vorliegende Spruchverfahren betrifft die Festsetzung des den Minderheitsaktionären der GSW Immobilien AG (im Folgenden zum Teil kurz als GSW bezeichnet) aus Anlass des auf der Hauptversammlung der Gesellschaft vom 18. Juni 2014 beschlossenen Abschlusses eines Beherrschungsvertrages mit (im Folgenden als Antragsgegnerin oder bezeichnet) zu gewährenden Ausgleichs nach § 304 AktG sowie die Höhe der angemessenen Barabfindung gemäß § 305 AktG.

Die GSW Immobilien AG ist eine Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin, die im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg zur Nummer HRB 125788 B eingetragen ist. Das Grundkapital der Gesellschaft belief sich im Zeitpunkt der Hauptversammlung vom 18. Juni 2014 auf einen Betrag von 56.676.960,00 EUR und war eingeteilt in 56.676.960 auf den Inhaber lautende, nennwertlose Stückaktien. Die Aktien der GSW waren ab dem Börsengang am 15. April 2011 bis zum 27. Mai 2014 zum Handel im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassen. Im Anschluss waren die Papiere bis zum 31. März 2014 im regulierten Marktsegment der Börse Berlin notiert. Die Aktien werden nunmehr im General Standard der Frankfurter Wertpapierbörse gehandelt. Sie sind darüber hinaus in den Freiverkehr der Börsen Berlin, Düsseldorf, Hamburg, Hannover, München und Stuttgart einbezogen.

Unternehmensgegenstand der Gesellschaft ist gemäß § 2 ihrer Satzung das Betreiben von Immobiliengeschäften und damit zusammenhängender Geschäfte jedweder Art, insbesondere die Errichtung und Bewirtschaftung von Wohnungen. Die GSW ist zu allen Geschäften und Maßnahmen berechtigt, die geeignet sind, den Gesellschaftszweck zu fördern. Der Vorstand der GSW Immobilien AG besteht gemäß § 5 der GSW Satzung aus mindestens zwei Personen. Im Übrigen bestimmt der Aufsichtsrat die Zahl der Vorstandsmitglieder.

Das Geschäftsmodell der GSW ist auf die langfristige Vermietung von Wohnungen aus dem eigenen Bestand in Berlin ausgerichtet, wo sich zum Stichtag 99,6 % des Immobilienportfolios der Gesellschaft befanden. Die GSW Immobilien AG übt die operative Geschäftstätigkeit des

Konzerns zusammen mit der Tochtergesellschaft FACILITA Berlin GmbH aus, die eigenständig Aufgaben des Facility-Managements im Konzernverbund wahrnimmt. Soweit Immobilien von vollkonsolidierten Tochterunternehmen gehalten werden, verfügen diese über kein eigenes Personal. Darüber hinaus bestehen mit diesen Tochtergesellschaften Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträge.

Ende Dezember 2013 verfügte die GSW über 59.949 Wohn- und 1.103 Gewerbeeinheiten mit einer vermietbaren Gesamtfläche von 3.729 tm².

Die Antragsgegnerin ist ein börsennotiertes Unternehmen mit Sitzungssitz in Frankfurt am Main, deren Grundkapital zum 30. April 2014 eine Höhe von 286.216.731,00 EUR betrug und in 286.216.731 nennwertlose Stückaktien eingeteilt war. Die Aktien der Gesellschaft sind zum überwiegenden Teil Inhaberaktien und zu einem sehr geringen Teil von 0,029 % der Anteile Namensaktien. Die Inhaberaktien sind seit dem 8. Dezember 2010 im MDAX-Index der Frankfurter Wertpapierbörse aufgenommen.

Gegenstand des Unternehmens ist gemäß § 2 der Satzung der Erwerb, die Verwaltung, Vermietung und Bewirtschaftung sowie der Verkauf von Wohnimmobilien, Pflegeeinrichtungen und sonstigen Immobilien. Es handelt sich um eine Finanz- und Management-Holding für 112 mit ihr unmittelbar und mittelbar verbundene Konzerngesellschaften, denen das operative Geschäft obliegt. Von den Tochtergesellschaften sind insgesamt 98 vollkonsolidiert.

Die Antragsgegnerin gliedert ihr Geschäft in die Segmente Wohnungsbewirtschaftung, Verkauf sowie Pflege und betreutes Wohnen, in dem Senioren- und Pflegeeinrichtungen unter der Marke Katharinenhof betrieben werden. Das von ihr bewirtschaftete Immobilienportfolio hat

in die Regionen Core+, Core und Non-Core aufgeteilt. Zu der erstgenannten Region zählen der Großraum Berlin, das Rhein-Main-Gebiet sowie das Rheinland. Die Regionen Hannover, Braunschweig, Magdeburg, Rheintal-Süd, Rheintal-Nord und Mitteldeutschland bilden die Core-Region, während Bestände in anderen Landesteilen als Non-Core gelten. Im Gegensatz zur GSW handelt es sich bei nicht um einen reinen Bestandshalter, da auch der An- und Verkauf von Immobilienportfolien zum Geschäftsmodell gehört. Die Verkaufsaktivitäten sind als ein eigenes Segment definiert, in dem die Gesellschaft im Jahr 2013 ein Ergebnis von 23 Mio. EUR erwirtschaftet hat. Der Ergebnisbetrag aus dem immobilienfremden Geschäftsbereich „Katharinenhof“ betrug 13,2 Mio. EUR.

Am 20. August 2013 gab die Antragsgegnerin ihre Absicht bekannt, im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots je 20 GSW Aktien gegen Übertragung von 51 auf den Inhaber lautende Aktien der [redacted] ; erwerben zu wollen. Das Angebot wurde am 1. Oktober 2013 veröffentlicht und sah eine Gewinnberechtigung der neuen Aktien ab dem 1. Januar 2014 vor. Rechnerisch entsprach es einer Umtauschrelation von 1:2,55. Die Kapitalerhöhung zur Schaffung der erforderlichen neuen Aktien der Antragsgegnerin war zuvor in der außerordentlichen Hauptversammlung vom 30. September 2013 beschlossen worden.

Innerhalb der verlängerten Annahmefrist bis zum 18. November 2013 erwarb die Antragsgegnerin insgesamt 46.003.783 Aktien der GSW, so dass sie zu diesem Zeitpunkt einem rechnerischen Anteil von 91,05 % am Grundkapital der GSW hielt.

Durch die Ausübung von Wandlungsrechten aus im November 2013 erworbenen Wandelschuldverschreibungen erhöhte [redacted] ; in der Folgezeit ihren Anteil am Grundkapital der GSW auf 92,02 %.

Am 14. Oktober 2013 schlossen die GSW und die Antragsgegnerin ein „Business Combination Agreement“ (BCA), in dem Regelungen zur künftigen Strategie und Struktur der zusammengeführten Unternehmensgruppe getroffen wurden. Zu diesem Zweck wurde ein aus Vorstandsmitgliedern beider Gesellschaften bestehender Integrationsausschuss eingerichtet. Der Vereinbarung entsprechend wurden die Vorstandsmitglieder [redacted] i und [redacted] i der Antragsgegnerin zu Vorständen der GSW bestellt, wobei [redacted] i den Vorstandsvorsitz übernommen hat. Der Vorstand [redacted] ; schied zum 31. Januar 2014 aus.

Am 7. März 2014 teilte die Antragsgegnerin mit, dass die Vorstände beider Gesellschaften beschlossen hätten, einen Beherrschungsvertrag abzuschließen.

Entsprechend dieser Ankündigung schlossen die GSW Immobilien AG und [redacted] am 30. April 2014 einen Beherrschungsvertrag ab, mit dem die GSW Immobilien AG die Leitung ihrer Gesellschaft der Antragsgegnerin unterstellte. Nach § 7 Abs. 1 sollte der Vertrag auf unbestimmte Zeit abgeschlossen werden, konnte aber ordentlich mit einer Frist von drei Monaten zum Ende jedes Geschäftsjahres der GSW gekündigt werden.

Die außerordentliche Hauptversammlung der GSW stimmte dem Beherrschungsvertrag am 18.

Juni 2014 zu. Als Kompensation für diese Maßnahme verpflichtete sich die Antragsgegnerin, auf Verlangen jedes Minderheitsaktionärs jeweils drei Aktien der GSW im Tausch gegen sieben Aktien der Antragsgegnerin zu erwerben. Dieser Betrag entsprach dem Verhältnis der Ertragswerte beider Gesellschaften, welcher durch die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin (im Folgenden kurz genannt) zum 18. Juni 2014 mit 2,29 Aktien je 1 GSW Aktie ermittelt worden war. Der durchschnittliche Börsenkurs der GSW Aktie lag laut Bewertungsgutachterin im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Absicht des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages bei 29,54 EUR. Als Netto- beziehungsweise Bruttoausgleichzahlung für die im Unternehmen verbleibenden Minderheitsaktionäre setzte die Antragsgegnerin – gemäß dem Gutachten von – Beträge von 1,40 EUR netto beziehungsweise 1,66 EUR brutto je Stückaktie fest. Die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich wurde von der durch das Gericht mit Beschluss vom 18. März 2014 bestellten Prüferin (im Folgenden kurz genannt) bestätigt.

Der Abschluss des Beherrschungsvertrages wurde am 4. September 2014 in das Handelsregister der GSW Immobilien AG bei dem Amtsgericht Charlottenburg in Berlin eingetragen und am selben Tag bekannt gemacht.

Anders als die GSW, bei der die Bestandshaltung im Vordergrund steht, war das Portfolio der Antragsgegnerin in der Vergangenheit erheblichen Veränderungen unterworfen. So ist die deutliche Steigerung des Konzernergebnisses in den Jahren 2011 bis 2013 im Wesentlichen auf Zukäufe zurückzuführen.

Bewertungsgutachterin und Prüferin haben der Bewertung der GSW deren Mittelfristplanung zugrunde gelegt, welche das Budgetjahr 2014 und die Planjahre 2015 und 2016 enthielt. Der Planungsprozess der Gesellschaft

Die Antragsteller greifen das von der Antragsgegnerin festgelegte Umtauschverhältnis sowie die Höhe der vorgesehenen Abfindung mit verschiedenen Argumenten als zu niedrig an:

Die bei vorgenommenen Bereinigungen müssten auch die Gewinne aus Verkäufen von Wohnungen erfassen. Für die GSW seien die vorgenommenen Bereinigungen des Fair Value im Vorfeld einer Strukturmaßnahme als fehlerhaft anzusehen.

Bei der Bewertung müsse der Marktwert der jeweiligen Immobilienportfolios berücksichtigt werden. Die Planung müsse daher für beide Unternehmen eine Aufwertung des Immobilienbestandes vorsehen, wobei der Wert des Portfolios der GSW proportional höher steige.

Der in der Planung angenommene Einbruch des Wachstums bei der GSW mit Beginn der Planungsphase in 2014 auf lediglich 5,7 % verbunden mit einem weiteren Rückgang auf 0,6 bis 0,4 % in den Folgejahren sei mit der Entwicklung des Berliner Immobilienmarktes nicht vereinbar. Aufgrund des vorhandenen Nachfrageüberhangs besitze das Immobilienportfolio der GSW in Berlin ein deutlich höheres Wertsteigerungspotenzial als die außerhalb Berlins gelegenen Immobilien der Antragsgegnerin. Die in der Planung reflektierten Annahmen zum Mietwachstum in Berlin seien viel zu konservativ. Die Preisentwicklung für Wohnraum in Berlin sei nicht mit derjenigen in anderen Gebieten zu vergleichen. Das zurzeit festzustellende Ungleichgewicht von Angebot und Nachfrage werde voraussichtlich auf absehbare Zeit bestehen bleiben. Gleiches gelte auch hinsichtlich der demoskopischen Prognosen für die Bevölkerungsentwicklung, da für Berlin nicht von einem Rückgang der Einwohner, sondern von einem weiteren Wachstum auszugehen sei.

Bereits der Umstand, dass die Mieten bei Neuvermietungen der GSW laut einer Präsentation der Gesellschaft aus dem September 2014 bei 6,80 EUR pro Quadratmeter gelegen hätten, zeige, dass der geplante Anstieg der Sollmieten viel zu gering sei.

Die Annahme einer Beendigung der Immobilienverkäufe aus dem Portfolio der GSW im Jahr 2017 sei ebenso sachfremd wie der damit einhergehende Anstieg der Verkaufskosten. Darüber hinaus sei offensichtlich der zu erwartende Preisanstieg auf dem Immobilienmarkt nicht angemessen berücksichtigt worden.

Die Antragsgegnerin müsse sich an ihrem veröffentlichten Übernahmegebot festhalten lassen, welches noch ein Umtauschverhältnis von 1:2,55 vorgesehen habe. Für einen seither eingetretenen Wertverlust der GSW sei nichts ersichtlich. Jedenfalls sei das Bewertungsergebnis vor dem Hintergrund dieses Angebots unplausibel da ihm eine starke Indizwirkung zukomme

Die angemessene höhere Bewertung der GSW sei offensichtlich an Interessenkonflikten im Hinblick auf die Personenidentität in den Vorständen gescheitert. Insoweit seien sowohl die Sonder-

vergütungen für die Vorstände und sowie die Abberufung des Vorstands

als ungewöhnlich anzusehen. Da auch die Aufsichtsräte im Wesentlichen mit denselben Personen besetzt seien, habe sich die Vertragsprüferin nicht auf eine reine Plausibilitätsprüfung der Planung beschränken dürfen. Im Zeitpunkt der Verabschiedung der Mittelfristplanung am 15. April 2014 sei der Vorstand der GSW nämlich bereits mit demjenigen der Antragsgegnerin personenidentisch besetzt gewesen. Die fragliche Planung sei laut Angaben der Vertragsprüferin vom Aufsichtsrat auch nicht genehmigt, sondern lediglich zur Kenntnis genommen worden.

Der offensichtlich vorhandene Qualitätsunterschied bei den Immobilienportfolios der Gesellschaften zeige sich auch anhand der Entwicklung der Instandhaltungskosten, ausgehend von einem deutlich höheren Niveau bei der Antragsgegnerin.

Die in der Planung der GSW enthaltenen Instandhaltungskosten seien auch langfristig zu hoch, insbesondere der Anstieg der Quote von 2013 auf das erste Planjahr 2014 sei schon nicht nachvollziehbar. So solle diese auf 9,2 % ansteigen, obwohl sie in den Jahren 2012/2013 bei lediglich 6 % gelegen habe. In der Vergangenheit habe es eine nahezu konstante Quote gegeben. Darüber hinaus sei die Annahme hoher Investitionen in die Substanz ohne erkennbare Auswirkungen in Form deutlich höherer Sollmieten nicht nachvollziehbar. Beim Übergang in die ewige Rente sollen die Aufwendungen für Wohnungsbewirtschaftung bei der GSW steigen, bei der Deutsche Wohnen hingegen sinken.

Auch die in Ansatz gebrachten Verwaltungskosten seien zu hoch, da diese regelmäßig nicht linear mit den Umsätzen anstiegen, sondern sich aufgrund von Skaleneffekten verringerten.

Die Berechnung der Angleichungsphase der Jahre 2017 bis 2063 sei nicht nachvollziehbar, zumal der Wert für das Jahr 2017 noch unter demjenigen für die Jahre 2014 bis 2016 liegen solle. Der insoweit angenommene Einbruch beim Übergang in die ewige Rente von 2,4 % bei Deutsche Wohnen und von 10,9 % bei der GSW sei unplausibel.

Die in der Planung enthaltene Reinvestitionsrate sei schlichtweg ausgedacht.

Die GSW besitze hohe stille Reserven. Die Bewertung berücksichtige auch nicht das Wachstum des Immobilienmarktes als Vermögensanlage.

Die Antragsgegnerin müsse das BCA vorlegen, da anzunehmen sei, dass in diesem offensichtlich Vorteile für die Antragsgegnerin als Großaktionärin festgeschrieben seien und auch bereits die später erfolgte Neubesetzung des Vorstandes geregelt worden sei. Daher müsse von einer faktischen Beherrschung der GSW durch die Antragsgegnerin bereits ab dem 14. Oktober 2013 ausgegangen werden.

Angesichts des deutlich höheren Verschuldungsgrades der Antragsgegnerin sei es fehlerhaft, langfristig von identischen Fremdkapitalkosten für beide Gesellschaften auszugehen. Die exakte Höhe der Verschuldungsgrade von GSW und / werde im Prüfgutachten überhaupt nicht erwähnt. In der gegenwärtigen Kapitalmarktsituation sei zudem die Planung mit steigenden Fremdkapitalkosten unplausibel.

Im Hinblick auf die von Bewertungsgutachterin und Prüferin durchgeführten Alternativbetrachtungen zum Ertragswert sei die Berechnung des EPRA-NAV fehlerhaft erfolgt, da 100 % der vorvertraglichen Synergien der / zugewiesen worden seien, statt eine Aufteilung von 66 % zu Gunsten der GSW und von 34 % zu Gunsten der / vorzunehmen.

Darüber hinaus sei keine vollständige NAV- Bewertung durchgeführt worden.

Zudem sei der NAV fehlerhaft auf den Stichtag 30.12.2013 berechnet worden, wobei das Vermögen hinzuzuaddieren und Schulden abzuziehen seien.

Bei der Betrachtung der Börsenkursrelation sei zu berücksichtigen, dass die GSW zum Zeitpunkt des Übernahmeangebots „führungslos“ gewesen sei, was zu einem zu niedrigen Aktienkurs geführt habe.

In der Planung der GSW seien die Verlustvorträge dieser Gesellschaft in voller Höhe zu berücksichtigen, da sich die Antragsgegnerin mit dem Erwerb von mehr als 50 % der Anteile unternehmensschädlich verhalten habe.

Eine Vielzahl von Einwendungen der Antragsteller richtet sich gegen die Höhe der einzelnen Faktoren des Kapitalisierungszinssatzes.

Der verwendete Basiszinssatz sei zu hoch, da maximal auf die Renditen von Papieren mit zehnjähriger Laufzeit abgestellt werden könne. Im Übrigen ergebe sich bei Betrachtung der Daten zum Stichtag ein Wert von höchstens 2,0 %. Ein Basiszins von 2,5 %, wie von Bewerterin und Prüferin angesetzt, sei darüber hinaus nicht barwertäquivalent.

Die Marktrisikoprämie sei überhöht. Der in Bewertungs- und Prüfungsgutachten erfolgte Ansatz von 5,5 % sei veraltet und könne nicht unabhängig von der Höhe des Basiszinses betrachtet werden. Die Rendite hoch riskanter Immobilienanleihen liege bei gerade einmal 3,43 %.

Die Verwendung desselben Betafaktors für beide Unternehmen sei nicht sachgerecht, da die ein Übernahmengeschäft betreiben, während die GSW lediglich ihren Immobilienbestand verwalte. Das Risiko beim laufenden Ankauf bzw. Verkauf von Immobilienbeständen sei naturgemäß höher als bei einer langfristigen Bestandsvermietung. In diesem Zusammenhang sei auch nicht auszuschließen, dass bei der letztlich nur Objekte minderer Qualität im Portfolio verblieben.

Die fehlende Vergleichbarkeit des Risikos ergebe sich darüber hinaus auch aus dem Umstand, dass der EBIT der GSW zwischen 2011 und 2013 um 33 % gestiegen sei, dasjenige der Deutsche Wohnen jedoch um 81 %.

Für die Ermittlung des Betafaktors habe der eigene Wert der Gesellschaften herangezogen werden müssen.

Soweit auf eine Peer Group abgestellt worden sei, könne das Geschäftsmodell der weiteren zur Peer Group gehörenden Unternehmen jedenfalls nicht mit demjenigen der GSW verglichen werden. Im Gegensatz zu den Vergleichsunternehmen halte die Gesellschaft ausschließlich Wohnimmobilien, zudem seien diese in anderen geographischen Regionen tätig. Das aus der Peer Group gewonnene Beta unterschätze auf der anderen Seite offensichtlich das Risiko der da der von der Bewertungsgutachterin in Ansatz gebrachte Wert von 0,35 die beobachtbaren historischen Marktbetas der unterschreite.

Die Ermittlung des für maßgeblichen verschuldeten Betafaktors sei rechnerisch unzutreffend durchgeführt worden

Die Höhe des Wachstumsabschlages müsse sich mindestens an der Inflationsrate orientieren. Die von Seiten der Antragsteller für zutreffend gehaltenen Werte liegen dabei zwischen 2 und 3 %.

Der für die Berechnung des Ausgleichs verwendete Verwendungsfaktor sei zu niedrig, vielmehr

sei der volle Zinssatz aus Ertragswertberechnung in Ansatz zu bringen.

Die Antragsteller beantragen,

den Ausgleichsbetrag und das Umtauschverhältnis höher festzusetzen und insoweit eine bare Zuzahlung anzuordnen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zum Teil als unzulässig zu verwerfen und im Übrigen zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin vertritt die Auffassung, dass der Antragsteller weder die Festsetzung einer höheren Abfindung noch eines höheren Ausgleichs verlangen könnten.

Die verfassungsrechtlich gebotene Mindestentschädigung werde durch das Umtauschverhältnis auf der Basis der durchschnittlichen Börsenkurse beide Gesellschaften im maßgeblichen Referenzzeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe des Abschlusses des Beherrschungsvertrages bestimmt. Diese liegt unterhalb der festsetzten Abfindung.

Entgegen der Auffassung der Antragsteller sein die der Bewertung zugrunde liegenden Planungsrechnungen für die Jahre 2014 bis 2016 ordnungsgemäß vom jeweiligen Vorstand erstellt und von den Aufsichtsräten gebilligt worden. Der Aufsichtsrat der GSW habe dem Abschluss des Beherrschungsvertrages auf der Grundlage des Vertragsgutachtens und des Prüfungsberichts in seiner Sitzung am 28. April 2014 zugestimmt, was eine Billigung der zugrunde liegenden Planungen beinhaltet habe.

Das zwischen den Gesellschaftern abgeschlossenen BCA habe keinerlei Vorgaben für die Planungen der beteiligten Unternehmen enthalten. Allein der Abschluss eines entsprechenden Vertrages könne nicht dazu führen, dass die nach seinem Abschluss aufgestellten Unternehmensplanungen als ungeeignete Basis für eine Ertragswertermittlung anzusehen wären. Ebenso wenig könne aus der Schaffung von Doppelmandaten im Konzern der Antragsgegnerin gefolgert werden, dass die entsprechenden Organe ihren Verpflichtungen im Hinblick auf die Gesellschaft, der sie vorständen, nicht mehr nachkämen. Eine faktische Beherrschung der GSW durch die Antragsgegnerin habe seit dem 27. November 2013 durch die Beteiligung in Höhe von 92 % des Grundkapitals vorgelegen.

Soweit im Rahmen des Bewertungsprozesses durch die Bewertungsgutachterin eigene Anpassungen vorgenommen worden seien, berührten diese nicht die Planung als solche, sondern stelle lediglich eine bewertungsmethodische Vereinheitlichung aus Konsistenzgründen bei der Planung des Finanzergebnisses von GSW und dar.

Die Synergiepotenziale beider Gesellschaften im Zuge einer Integration beider Unternehmen seien sorgfältig analysiert und auf rund 25,5 Mio. € jährlich geschätzt worden, von denen rund 13,5 Mio. € als vorvertragliche und rund 12 Mio. € als nachvertragliche Synergien qualifiziert worden seien. Die vorvertraglichen Synergien seien für mit rund 4,5 Mio. € pro Jahr die GSW mit rund 9 Mio. € pro Jahr angesetzt worden. Derartige Synergien auf Seiten der GSW sollten sich erwartungsgemäß insbesondere dadurch ergeben, dass die bisher von externen Anbietern eingekauften Verwaltungsdienstleistungen durch eigene Mitarbeiter erbracht würden. Die Realisierung der entsprechenden Kosteneinsparungen über die Planjahre schrittweise ansteigend geplant und eine vollumfängliche Realisierung für das Jahr 2016 angenommen worden, was sachgerecht sei.

Die Planungen beider Unternehmen seien im Gegensatz zur Auffassung eines Großteils der Antragsteller nachvollziehbar, transparent sowie plausibel aufgestellt worden. Es sei im Rahmen der Bewertung auch zutreffend, den künftigen Erwerb weiterer Immobilienportfolios nicht in die Unternehmensplanung einzustellen, da weder die GSW noch zum Bewertungsstichtag eine gesicherte Möglichkeit zum Erwerb eines konkreten Immobilienbestandes gehabt hätten.

Die Kritik der Antragsteller an der Planung der Sollmieten sei nicht gerechtfertigt. Insbesondere das Budgetjahr 2014 sei bei beiden Gesellschaften detailliert auf der Ebene der einzelnen Wohn- und Gewerbeeinheiten individuell geplant und fortentwickelt worden. So wurde bei der GSW von einem durchschnittlichen Wachstum der Sollmieten in Höhe von 3,5 %, bei der hingegen von 0,6 % ausgegangen. Diese individuelle Betrachtungsweise auf Basis der jeweiligen Portfolios sei auch in die Prognosen der Entwicklung der Sollmieten für die weiteren Planjahre 2015 und 2016 eingeflossen. Der Wachstumsrückgang bei der GSW in diesen Jahren sei insbesondere durch den erwarteten Abbau von Zuschüssen aus vertraglich geregelten öffentlichen Förderprogrammen im Rahmen des sozialen Wohnungsbaus begründet. Zudem fielen die Erträge aus Untervermietungen im Objekt Charlottenstraße weg, aus dem der Auszug der GSW für das Jahr 2015 geplant worden sei.

Ebenso sei die Kritik der Antragsteller an der Höhe der geplanten Instandhaltungen der GSW unberechtigt. Soweit die GSW in der Vergangenheit geringere Instandhaltungsleistungen erbracht habe, seien diese künftig zur Erhaltung der Substanz der Immobilie nachzuholen. Auf der Basis von Instandhaltungen je Quadratmeter seien die für das Jahr 2016 vorgesehenen Aufwendungen immer noch geringer als die geplanten Instandhaltungen bei der . Ferner seien die Instandhaltungskosten relativ zu den Sollmieten zu betrachten, wobei das entsprechende Niveau im Detailplanungszeitraum mit 21,9 % auf dem Niveau des Jahres 2013 liege.

Die Entwicklung der Sollmieten beider Gesellschaften sei im erweiterten Planungszeitraum durch die Abbildung einer stetigen Aufholung bis auf das jeweilige Marktmietniveau fortentwickelt worden. Für die Bestimmung der Marktmiete sei auf eine Zeitwertermittlung durch die externe Immobiliensachverständige per 31. Dezember 2013 zurückgegriffen worden. Die Planung orientiere sich damit an den konkreten Immobilienbeständen beider Gesellschaften und unterschätze daher nicht das Entwicklungspotential der GSW. Soweit Antragsteller auf die Miethöhen bei Neuvermietungen Bezug nehmen, werde das Mietsteigerungspotenzial des Portfolios der GSW systematisch überschätzt. Es bestünden keine Anhaltspunkte dafür, dass bei Betrachtung einer sehr langfristigen Perspektive von einer höheren Wachstumsrate der Markt- und Bestandsmieten der GSW als von 1 % ausgegangen werden könne bzw. müsse. In diesem Zusammenhang sei nicht zu erwarten, dass nachfrageinduzierte Mietsteigerungen bei der GSW mit ihrem Fokus auf Berlin aufgrund demographischer Entwicklungen höher ausfallen sollten als im Gesamtportfolio der . Bei Betrachtung der Planung insgesamt sei zu berücksichtigen, dass, ausgehend vom Jahr 2013, bis zum Jahr 2031 eine Steigerung der Sollmieten der GSW von rund 34,7 % angenommen werde. Das voraussichtliche Endniveau liege dabei nachhaltig um 2,3 % über dem Niveau der Sollmieten der

Soweit die angenommenen Leerstandsquoten der GSW nach dem Planjahr 2016 kritisiert würden sei zu berücksichtigen, dass kein unmittelbarer Zusammenhang zwischen der Leerstandsquote im Verhältnis zu den marktaktiven Wohneinheiten und der entsprechenden Erlösschmälerung bestehe.

Die Kritik der Antragsteller an dem Umstand, dass für beide Gesellschaften langfristig dieselben Finanzierungskonditionen angenommen worden sind, sei nicht berechtigt. Die Antragsteller übersähen, dass aus einem geringeren Verschuldungsgrad in den Eigenkapitalkonditionen nicht auf die Höhe der Fremdkapitalkosten geschlossen werden könne. Diese würden vielmehr maßgeb-

lich durch das Verhältnis der Nettoverschuldung zum Zeitwert der als Finanzinvestition gehaltenen Immobilien bestimmt.

Die Kammer hat nach Anhörung der gerichtlich bestellten Vertragsprüferin Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen We-
wegen des Beweisthemas wird auf den Beschluss vom 20. Dezember 2016, wegen des Ergebnisses auf das Gutachten vom 6. Juni 2019, das Ergänzungsgutachten vom 3. November 2020 sowie auf die weiteren ergänzenden Ausführungen der Sachverständigen vom ... 2022 verwiesen.

II.

A. Zulässigkeit der Anträge

Die Anträge waren zulässig.

1. Die Anträge sämtlicher am Verfahren noch beteiligter Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis zum bei Gericht eingegangen sind. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, waren die Antragschriften vorab per Telefax eingereicht worden

2. Darüber hinaus hat die ganz überwiegende Mehrzahl der Antragsteller ihre Antragsberechtigung gemäß § 3 Abs. 1 Nr. 2 SpruchG durch die Vorlage von Bankbescheinigungen belegt, welche den Aktienbesitz im Zeitpunkt des Eingangs ihrer Spruchverfahrensanträge bei Gericht bestätigen. Die Antragsgegnerin hat im Übrigen die Aktionärsenschaft der das Verfahren betreibenden Antragsteller nicht bestritten, so dass eine weitere Überprüfung von Amts wegen nicht erforderlich war.

B. Begründetheit der Anträge

Die auf Erhöhung von Abfindung und Ausgleich gerichteten Anträge hatten in der Sache zum Teil Erfolg, nämlich betreffend die Höhe des von der Antragsgegnerin an die Minderheitsaktionäre der GSW zu leistenden Ausgleichs. Im Übrigen stellte die den (ausgeschiedenen) Minderheitsaktionären nach dem Unternehmensvertrag zugebilligte Kompensation von 2,33 Stückaktie der gegen eine Stückaktie der GSW einen noch einen angemessenen Gegenwert für den Verlust ihres Aktieneigentums dar. Zwar ergibt sich auf der Grundlage des Gutachtens des gerichtli-

chen Sachverständigen unter Berücksichtigung der nach Auffassung der Kammer notwendigen Korrekturen ein eine Umtauschrelation von 2,34. Da diese jedoch nur unerheblich von der Abfindung abweicht, welche die Minderheitsaktionäre erhalten haben, war eine Anhebung im Spruchverfahren nicht geboten.

1. Abfindung nach § 305 AktG

a) Gemäß § 305 Abs. 1 AktG muss ein Unternehmensvertrag grundsätzlich die Verpflichtung des herrschenden Unternehmens enthalten, auf Verlangen der außenstehenden Aktionäre deren Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Dies gilt nach § 305 Abs. 2 Nr. 1 AktG allerdings dann nicht, wenn es sich bei dem anderen Vertragsteil um eine nicht abhängige und nicht in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft handelt. In diesem Fall ist die Abfindung durch die Gewährung eigener Aktien dieser Gesellschaft zu leisten. Vorliegend war diese Voraussetzung erfüllt, da es sich bei der Antragsgegnerin um eine Aktiengesellschaft handelt, deren Anteile sich überwiegend in Streubesitz befinden.

Aus diesem Grunde waren die Unternehmenswerte sowohl der GSW als auch der zu bestimmen, um die fiktive Verschmelzungsrelation beider Unternehmen ermitteln zu können.

b) Angemessen ist eine Abfindung regelmäßig, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist.

Werden als Abfindung die Aktien einer anderen Gesellschaft gewährt, ist die Angemessenheit dann gewahrt, wenn die Aktien in einem Verhältnis gewährt werden, in dem bei einer Verschmelzung auf eine Aktie der Gesellschaft Aktien der anderen Gesellschaft zu gewähren wären, wobei Spitzenbeträge durch bare Zuzahlungen ausgeglichen werden können, § 305 Abs. 3 AktG.

Unangemessen ist die angebotene Abfindung hingegen, wenn sie den übrigen 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 markt-

orientierte 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. Ok-

tober 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 niedrigeren 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).

d) Den Anträgen einiger Antragsteller auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin, war durch die Kammer 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 herauszugebenden 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. Insoweit

2. Methodik der Wertermittlung

Die Unternehmensplanungen beider Gesellschaften waren – jedenfalls für die jeweilige Detailplanungsphase - trotz der von Seiten der Antragsteller geäußerten Kritik und Bedenken grundsätzlich geeignet, als Grundlage für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung der ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu dienen. Wesentliche Mängel der vorgelegten Planung oder eine bewusste Manipulation zu Lasten der außenstehenden Aktionäre durch eine unzulässige Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips waren nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen nicht zu erkennen.

Sowohl im Bewertungsgutachten als auch die Vertragsprüferin haben die Unternehmenswerte beider Gesellschaften zum maßgeblichen Bewertungsstichtag 18. Juni 2014 nach der Ertragswertmethode ermittelt.

a) Die Anwendung dieser Methode für die Bemessung des Werts eines „arbeitenden“ Unternehmens 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). Danach 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. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den ihnen zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, auf der Basis mathematischer Verfahren 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 Argumen-

tationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente zu ihren Gunsten 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 damit letztendlich 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 und darf von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) 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 (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rz. 374).

e) Die Unternehmensbewertung ist darüber hinaus zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 305 Abs. 3 Satz 2 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 Alternativen bestehen.

f) 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 Erfolgchancen 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 Entwick-

lung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. 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.

3. Unternehmensplanungen von [] und GSW

a) Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte verbietet, eigenständige 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 vertretbare – Annahmen des Gerichts oder eines durch das Gericht beauftragten 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.

b) Die im Rahmen der Vergangenheitsanalyse der Jahre 2011 bis 2013 für beide Unternehmen durch Bewerterin und Vertragsprüferin vorgenommenen Bereinigungen sind vom gerichtlichen Sachverständigen [] nicht beanstandet worden. Sie bedurften daher keiner näheren Untersuchung durch die Kammer, zumal es sich zunächst einmal „nur“ um den Aufsetzpunkt für die Plausibilisierung der Planung für die Folgejahre handelt.

Im betrachteten Zeitraum stiegen die operativen Ergebnisse der [] deutlich stärker als diejenigen der GSW, was an einer deutlichen Ausweitung des Portfolios der [] lag, während der Wohnungsbestand der GSW durch Zuerwerbe nur um knapp 14 % zugenommen hat.

Vor dem Hintergrund, dass das GSW-Portfolio zu 100 % und das [] Portfolio zu knapp 50 %

aus Berliner Wohnungen bestehen, waren für die Analyse der Planungen beider Gesellschaften insbesondere die Erwartungen hinsichtlich der Entwicklung des Berliner Wohnungsmarktes relevant. Für weitere 31 % des Wohnungsbestands der waren keine homogenen Marktentwicklungen zu erwarten, da diese sich – regional zum Teil weit voneinander entfernt - in Hannover, Frankfurt, Braunschweig, Dresden, Magdeburg, Potsdam, Kiel, Mainz, Laatzen, Merseburg und in der Lutherstadt Wittenberg befinden.

Zur allgemeinen Marktsituation im Bewertungsstichtag stellt der Sachverständige fest, dass Im Ergebnis Angebotsengpässe in dynamischen Ballungsräumen und Universitätsstädten mit der Folge von steigenden Mieten herrschen. Gleichzeitig steigt die Anzahl der Haushalte stetig, da die durchschnittliche Haushaltsgröße sinkt. In den größten Städten liege die Quote der Ein- und Zweipersonenhaushalte bereits bei 80 % und mehr. Zudem sei dort der Wohnungsmarkt durch einen hohen Anteil von Mietwohnungen gekennzeichnet, da fast 75 % der Haushalte in Großstädten zur Miete wohnt.

c) Zum Bewertungsstichtag im Juni 2014 befand sich insbesondere Berlin in einer Phase eines starken Nachfrageanstiegs nach Wohnraum, der im Wesentlichen durch den Anstieg der Bevölkerung wegen starker Wanderungsgewinne, vor allem aus dem südlichen EU-Ausland, begründet war.

Gegenläufig zum allgemeinen Bevölkerungsrückgang ab dem Jahr 2025 wurde daher 2014 erwartet, dass die Anzahl der in Berlin lebenden Menschen bis zum Jahr 2030 weiter wächst. Bereits kurz vor dem Bewertungsstichtag waren entsprechende Trends erkennbar, deren Fortsetzung auch mittel- und langfristig erwartet wurde, allerdings mit einer zum Ende des genannten Zeitraums stark abflachenden Wachstumsdynamik. Selbst unter konservativen Annahmen war daher ein weiterer Anstieg der Nachfrage nach Wohnimmobilien sowie Mietwohnraum zu erwarten. Die im Prognosezeitraum nahezu konstant bleibende Anzahl Erwerbsfähiger in der Region Berlin dürfte sich hierbei kaum preisdämpfend auswirken. Für den Fall, dass sich die Haushaltsgrößen verkleinern, werde vor allem die Nachfrage nach kleineren Wohnungen groß sein (Hauptgutachten Tz. 226). Bei einer durchschnittlichen Wohnungsgröße von rund 60 m² fallen die von der GSW bewirtschafteten Objekte in diese Kategorie. Allerdings war bereits zum Bewertungsstichtag die durchschnittliche Haushaltsgröße mit 1,75 Personen/Haushalt in Berlin aus statistischer Sicht geringer als im Bundesdurchschnitt mit 2 Personen/Haushalt.

Für die weiteren Lagen, in denen sich die oben zum Teil genannten Wohnungsbestände der

befinden, waren die verfügbaren Prognosen zur Entwicklung der Wohnflächennachfrage sehr unterschiedlich und reichten von starker Schrumpfung (-25,1 % in Lutherstadt Wittenberg) bis hin zu einem Wachstum von 11,4 % in Landau/Pfalz (vgl. Hauptgutachten Tz. 331).

Bereits dieser Umstand zeigt, dass die Annahme einer zukünftig linearen Entwicklung von Mieteinnahmen unabhängig von der Makro- und Mikrolage des jeweiligen Objekts fehlerhaft sein muss.

4. Vorgehen des gerichtlichen Sachverständigen

Das Vorgehen des gerichtlichen Sachverständigen war im Rahmen des von ihm angewandten Ertragswertverfahrens nach IDW S1 nicht zu beanstanden.

Die Antragsgegnerin kann gegen das Gutachten des Sachverständigen nicht mit Erfolg einwenden, dieser habe unter Missachtung des Primats der gesellschaftseigenen Planung selbstständig eine HGB-Planung erstellt und sei auf dieser Grundlage zu einer fehlerhaften Feststellung der ausschüttungsfähigen Ergebnisse gelangt.

Der Sachverständige hat im Rahmen seines Ergänzungsgutachtens vom 3. November 2020 nachvollziehbar und überzeugend ausgeführt, dass im Rahmen einer Unternehmensplanung, unabhängig ob diese nach HGB oder IFRS aufgestellt worden ist, im Hinblick auf die Höhe der ausschüttungsfähigen Ergebnisse handelsrechtliche Restriktionen zu beachten sind.

Gerade bei bestandhaltenden Immobilienunternehmen ergäben sich Differenzen zwischen HGB und IFRS durch die bei einer Planung nach IFRS-Grundsätzen fehlende, ergebnismindernde Berücksichtigung von Abschreibungen sowie der ertragswirksamen Erfassung von Marktwertänderungen im Immobilienbestand. Nach IFRS wird der Fair Value des Immobilienbestands jährlich festgestellt und Wertänderungen werden so ertragswirksam erfasst, ohne dass bei einer Höherbewertung jedoch die zur Ausschüttung zur Verfügung stehenden Erträge steigen. Vielmehr können die höheren Werte erst im Rahmen eines Verkaufs realisiert werden. Soweit sie sich zudem bei Kreditaufnahmen auswirken, kommt ihnen eine lediglich indirekte Wirkung zu.

Dem Sachverständigen war daher in seiner Analyse zuzustimmen, dass bei einer ausschließlichen Berücksichtigung der IFRS-Ergebnisse im Rahmen des FFO I-Ansatzes die Gefahr besteht, dass auch rechtlich ausschüttungsgesperrte Posten wie das gezeichnete Kapital in die

nach der Planung vorgesehenen Ausschüttungen einbezogen werden. Aus diesem Grund sei entweder eine IFRS-Planung in eine HGB-Planung zu überführen oder eine entsprechende Nebenrechnung aufzustellen. Unter Berücksichtigung dieser Argumente ließ sich eine Fehlerhaftigkeit der Vorgehensweise des Sachverständigen nicht feststellen.

Insbesondere hat dieser - lediglich - anhand der bestehenden Planung der Gesellschaften eine Überleitung der Ergebnisse in solche nach HGB vorgenommen und insofern weder in die Planungshoheit eingegriffen noch eine (inhaltlich) eigenständige Planung erstellt. Insoweit war zwischen inhaltlichen Änderungen zu differenzieren, an denen es fehlte, und einer rein mathematisch-technischen Umformung der Plandaten. Letztere war von vornherein nicht geeignet, als Eingriff in die Planung angesehen zu werden. Vielmehr verhinderte der vom Sachverständigen gewählte Ansatz, wie oben dargestellt, eine fehlerhafte Annahme der Höhe der zur Ausschüttung an die Aktionäre zur Verfügung stehenden Beträge. Die Antragsgegnerin hat diesbezüglich nicht erklären können, aus welchem Grund die vom Sachverständigen hier getroffenen Annahmen rechtlicher Restriktionen des Ausschüttungspotenzials unzutreffend sein sollten.

5. Planungshorizont im Detailplanungszeitraum

Die eigene Planung der GSW enthielt im Bewertungsstichtag Prognosen für die Jahre 2014 bis 2018.

Am 12. Dezember 2013 hatte der Aufsichtsrat der Gesellschaft das „Budget 2014“ in Form einer GuV-Planung für dieses Jahr und die beiden Folgejahre gebilligt. Insoweit handelte es sich um das Ergebnis des regulären Planungsprozesses der GSW. Gleichzeitig existierte am 12. Dezember 2013 aber bereits ein Planungsmodell, welches auch die Jahre 2017 und 2018 umfasste. Nach den personellen Veränderungen im Vorstand der GSW im Januar 2014 wurde das fortentwickelte Budget am 31. Januar 2014 vom Aufsichtsrat der vorlegt und gebilligt. Bereits am 15. April 2014 wurde eine „aktualisierte Mittelfristplanung“ erstellt, welche in der Folge die Grundlage der Bewertung der GSW durch und bildete. Diese Planung wies gegenüber derjenigen aus dem Dezember 2013 deutlich höhere EBITs auf. Wesentliche weitere Änderungen bestanden in der Berücksichtigung der fehlenden Veräußerungsabsicht von zuvor noch geplanten Verkäufen sowie von Synergien mit der . Darüber hinaus waren deutlich höhere Instandhaltungskosten, sowohl aufwandswirksam als auch aktiviert, vorgesehen.

Die Bewertungsgutachterin hat die Planungsrechnung gemeinsam mit der Gesellschaft dann

bis in das Jahr 2063 fortentwickelt, um im Rahmen dieser Nebenrechnung zum einen eine lineare Aufholung der im Jahr 2014 unterhalb des Marktniveaus liegenden Mieten der GSW an eben dieses Marktniveau zu modellieren und zum anderen den schrittweisen Verbrauch der vorhandenen steuerlichen Verlustvorträge in die Bewertung einzubeziehen. Als Ergebnis dieser Berechnung wird gegenüber dem letzten Planjahr für die ewige Rente mit einem Rückgang des EBIT gegenüber den Planjahren 2015 und 2016 gerechnet, allerdings auch mit einem leichten Anstieg des Ergebnisses vor Unternehmenssteuern.

Die Planung der umfasste dagegen einen kürzeren Detailplanungszeitraum bis zum Ende des Jahres 2016, und zwar in Form einer aggregierten Planung der konsolidierten Gewinn- und Verlustrechnung nebst Bilanzplanung.

Die ursprüngliche Planung für das Budgetjahr 2014 stammte vom 31. Januar 2014, als der Aufsichtsrat der Gesellschaft den Wirtschaftsplan 2014 (GuV) genehmigt hat. Diese Planung war im Rahmen des regulären Planungsprozesses der entstanden. Sie wurde unter dem 15. April 2014 - parallel zur Vorgehensweise bei der GSW - in Form einer aktualisierten Mittelfristplanung vom Vorstand angepasst und zum Gegenstand der Bewertungsarbeiten von und gemacht. Die veränderte Planung sah für die Jahre 2015 und 2016 höhere Plan-EBITs und geringere aktivierungsfähige Instandhaltungskosten vor. Vollständig plausibilisieren konnte der gerichtlich bestellte Sachverständige die entsprechenden Änderungen nicht, da die Werte sich rechnerisch nicht aus den Planungsmodellen herleiten ließen. Einfluss auf das Ergebnis der Bewertung hatte dieser Umstand allerdings nicht, da der Sachverständige in Tz. 426 des Hauptgutachtens einräumt, dass die von ihm identifizierten Differenzen zwischen den verschiedenen Planungs- und Bewertungsebenen gering waren.

Die für die Bewertung beider Unternehmen verwendeten Planungsrechnungen bilden jeweils nur einen Teil der Vergangenheitsentwicklung ab, was vor allem für gilt. Deren Geschäftsmodell war bis zum Bewertungsstichtag ausdrücklich auch auf eine Expansion durch Zuerwerb von Wohnungsportfolien in Form „strategischer Zukäufe“ ausgerichtet. Daneben fanden auch „selektive Abverkäufe“ statt.

6. Unternehmensplanung

Die Mietenplanung der erfolgte für das erste Planjahr 2014 bottom-up auf der Basis der rund 2.100 Wirtschaftseinheiten, zu denen die Gesellschaft ihre Wohnungsbestand von rund

90.200 Wohnungen per 31. Dezember 2013 zusammengefasst hat. Die Einheiten besitzen eine recht unterschiedliche Größe und umfassen zwischen einer und 1.248 Wohnungen. Die wesentlichen Wachstumstreiber der Sollmiete 2014 sind Mieterhöhungen im Rahmen von Mieterwechseln (Neuvermietung) und Mietanpassungen im Bestand gem. § 558 BGB. Das gesamte Sollmietenwachstum von 2,2 % bis Dezember 2014 erfasst nach den Darstellungen des gerichtlichen Sachverständigen rechnerisch allerdings auch Zuflüsse aus dem geplanten Verkauf von Wohnungen.

a) Der gerichtliche Sachverständige hat die Mietenplanung, vor allem im Hinblick auf die für Neuvermietungen geplanten Miethöhen, grob plausibilisiert und dabei festgestellt, dass diese in den meisten Märkten unterhalb der Marktmiete liegt. Er führt allerdings selbst einschränkend aus, dass eine nähere Einschätzung nicht möglich war, da dies Kenntnis der Lagen und Ausstattungsmerkmale der einzelnen Wohnungen vorausgesetzt hätte. Daher sei etwa für Berlin die von empirica für das vierte Quartal 2013 ermittelte Angebotsmiete von 7,48 EUR/m² kaum als Maßstab zu betrachten, da sich die entsprechende Erhebung auf Wohnungen mit höherwertiger Ausstattung bezog. Entsprechend fehle auch der mit 8,36 EUR/m² noch höher ausgewiesenen Berliner Marktmiete im IBB Wohnungsmarktbericht 2013 jeglicher Bezug zur Ausstattung und Lage der von angebotenen Objekte.

Insgesamt ergaben sich nach der Planung für das Jahr 2014 über das frei finanzierte Gesamtportfolio Mietanpassungen von rd. 0,8 % der Sollmiete des Monats Dezember 2013. Für das frei finanzierte Berliner Portfolio wurde eine Mieterhöhung von 0,6 % geplant.

Der Sachverständige hat zur weiteren Plausibilisierung die Wachstumsraten in Mietspiegeln herangezogen, soweit solche für die Bestände der Gesellschaft existierten. Er führt insoweit zutreffend aus, dass die umgerechnete jährliche Veränderungsrate des Mietspiegels grundsätzlich das Mieterhöhungspotenzial im Wohnungsbestand gemäß § 558 BGB darstellt. Auch hier verbietet sich jedoch eine pauschale Betrachtung, da dies nur für Wohnungen gilt, deren Miete unter der ortsüblichen Vergleichsmiete liegt und für die in den vorangegangenen 15 Monaten keine Mieterhöhung erfolgte. Nach dieser Betrachtung sind die ortsüblichen Vergleichsmieten in den „Top“-Städten im Portfolio der zwischen 2010 und 2014 zwischen 1,57% und 3,56% gestiegen. Für Berlin ließ sich zwischen 2009 und 2013 eine jährliche Wachstumsrate von 3,5 % ermitteln. Diese Zahlen bezeichnet der Sachverständige unter Berücksichtigung der oben genannten Umstände als „Maximalwerte“, die nicht als zur Verfügung stehende Erhöhung auf das gesamte Portfolio übertragen werden können. Dies gilt erst recht, soweit es sich um öffentlich geförderte

Wohnungen handelt, die für die Preisfindung ohnehin nicht dem Regime der §§ 558 ff. BGB unterliegen.

b) Der Sachverständige führt abschließend aus, dass er die in der Planung für das Jahr 2014 angenommene Mietanpassungsrate für den frei finanzierten Bestand insgesamt für plausibel hält, da diese sich innerhalb des historisch für beobachtbaren Korridors bewegt.

Für die geförderten Wohnungen des Bestands sieht die Planung vor, dass 2014 die Sollmieten (=Kostenmieten) um durchschnittlich 2,2 % gegenüber den geförderten Sollmieten des Dezembers 2013 erhöht werden. In Berlin werden die öffentlich geförderten Mieten um durchschnittlich 3,1% angepasst. Der Sachverständige hielt auch diesen Ansatz unter Berücksichtigung der historischen Wachstumsraten für plausibel, verweist aber auch darauf, dass der Wachstumsverlauf in der Vergangenheit - jedenfalls für in Berlin belegene Bestände - nicht linear gewesen ist.

c) Erhebliche Einnahmen durch die Modernisierung von Wohnungen und die nachfolgende Teilumlage der angefallenen Kosten nach § 559 BGB sieht die Planung nicht vor. Die insoweit in Ansatz gebrachten 30 TEUR monatlich konnten im Verhältnis zu den sonstigen Einnahmen daher vernachlässigt werden.

Insgesamt war die Planung der des Jahres 2014 daher nicht zu beanstanden und konnte unverändert der Bewertung zugrunde gelegt werden.

d) Bereit für Folgejahr 2015 änderte sich jedoch die Planungssystematik, da die Sollmieten für 2015 und 2016 anhand von pauschalen Wachstumsraten fortgeschrieben wurden, ohne dass den Planzahlen im Einzelnen Überlegungen zur Fortentwicklung von Bestandsmieten beziehungsweise der Höhe von Neuvertragsmieten entnommen werden konnten (vgl. Hauptgutachten Tz. 502). Zu diesem Zweck wurden die Wirtschaftseinheiten zu regionalen Mietplanungsclustern zusammengeführt und Wachstumsraten zwischen 2,5% p.a. (Großraum Berlin und Region Rhein-Main) und 0,25 % für das Non-Core Portfolio und die öffentlich geförderten Bestände in Ansatz gebracht.

Auch wenn eine Nachvollziehbarkeit auf der Ebene der einzelnen Einheiten nicht mehr gegeben war, kam der gerichtliche Sachverständige auf der Grundlage der von ihm durchgeführten „Umrechnung“ (Tz. 506 des Hauptgutachtens) zu dem Ergebnis, dass die geplanten Wachstumsraten im Vergleich zu den in der Vergangenheit realisierten Mietensteigerungen insgesamt etwas

geringer sind. Insgesamt sei die Planung der Sollmieten im Zeitraum 2015-2016 jedoch plausibel.

e) Eine weitergehende, originäre Planung der existierte zum Bewertungsstichtag nicht. Die Modellierung der Sollmietenentwicklung für den erweiterten Planungszeitraum ab dem Jahr 2017 erfolgte vielmehr - in Abstimmung mit der - durch die Bewertungsgutachterin Das von entwickelte „Aufholungsmodell“ geht von der schrittweisen Angleichung der Sollmiete des Wohnportfolios an die Marktmiete bis zum Jahr 2029 aus.

Hierbei soll die durchschnittliche Sollmiete des Jahres 2016 um 1,0 % p.a. wachsen. Dieselbe Wachstumsrate wird für die durchschnittliche Marktmiete für den preisfreien Bestand, ausgehend von einem Wert von 6,01 EUR/m² zum 31.12.2013, ab dem Jahr 2014 angenommen. Weiterhin wird die Annahme zugrunde gelegt, dass im Wege der Mieterfluktuation 8% des Wohnungsbestands pro Jahr zur Marktmiete vermietet werden können und für die neu vermieteten Wohnungen in der Folge jährliche Anpassungen an die Marktmiete erfolgen werden. Für das Jahr 2029 geht das Modell von einem Gleichlauf von Soll- und Marktmiete bei einem Wert von 7,05 EUR/m² aus.

Das Modell findet nicht nur für sondern parallel auch für die GSW Anwendung. Als Basis für die Fortentwicklung der Mieteinnahmen beider Gesellschaften war es nach dem Ergebnis der Analysen des gerichtlichen Sachverständigen jedoch nicht geeignet

f) Nach den überzeugenden Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen in Tz. 528 ff. seines Hauptgutachtens waren die insoweit parallel herangezogenen Annahmen jedoch bereits aus dem Grunde als nicht plausibel anzusehen, dass zwischen den Größen „Sollmiete“ und „Marktmiete“ ein rechnerischer Zusammenhang besteht, welcher von nicht berücksichtigt wird. Soweit die Größen zueinander in Relation gesetzt werden, führt dies dazu, dass es – auch bei einer Fortschreibung über das Jahr 2029 hinaus - nicht zu einer Angleichung der Sollmiete an die Marktmiete kommt. Das Aufholungsmodell gehe an der Realität vorbei, da hiernach das gesamte bereits fluktuierte Portfolio jährlich wiederholt auf die weiter steigende Marktmiete „gehoben“ wird und durch diesen Mechanismus die nachhaltige Angleichung erreicht werde. Dem stehe die Regelung des § 558 Abs. 1 Satz 1 BGB entgegen, nach der eine Mietanpassung im laufenden Mietverhältnis nicht hin zur Marktmiete, sondern nur bis zur ortsüblichen Vergleichsmiete erfolgen könne. Diese liege, da sie auf Vergangenheitsdaten basiert, aber regelmäßig unterhalb der Marktmiete.

Im Übrigen sei zwar eine Fluktuationsrate von 8 % aus historischen Daten begründbar, nicht aber die angenommenen Wachstumsraten von - lediglich - 1 %. Diese erscheine „gegriffen“, da dem Ansatz lediglich subjektive Annahmen des Managements, nicht aber nachvollziehbare Berechnungen zugrunde gelegen hätten.

Am Markt sei ein deutlich höheres Wachstum der Angebotsmieten zu beobachten, welches aufgrund der gesetzlichen Restriktionen bei der Erhöhung von Bestandsmieten zwar nicht mit dem im Bestand realisierbaren Erhöhungspotenzial gleichgesetzt werden kann. Nach den Ermittlungen des Sachverständigen weist aber auch der Marktmietenindex mit 1,3% langfristig ein höheres Wachstum auf, obwohl in diesen auch Zeiträume der wirtschaftlichen Stagnation eingeflossen sind. Schließlich zeigen die von der Antragsgegnerin anlässlich ihrer Hauptversammlung vom 28. Mai 2013 präsentierten Zahlen für den Zeitraum von 2007 bis 2012 einen deutlich stärkeren Anstieg der Vertragsmieten, und zwar mit einer Steigerungsrate von 2,6 % pro Jahr für das Gesamtportfolio der Gesellschaft. Zwar weist der Sachverständigen darauf hin, dass in dem betrachteten Zeitintervall laufend Bestände zugekauft worden sind, so dass die durch diesen Wert repräsentierte dynamische Entwicklung nicht mit dem Bewertungsmodell einer reinen Weiterbewirtschaftung des im Stichtag bestehenden Portfolios übereinstimmt. Auf der anderen Seite fehlte es aber auch an einer Überleitung auf den von unterstellten und von gebilligten deutlich niedrigeren Wachstumspfad. Soweit der von der Antragsgegnerin mit einer Fair Value Bewertung beauftragte Immobiliendienstleister bei der langfristigen Prognose zu ähnlichen Ergebnissen gelangt ist wie die Bewertungsgutachterin, war dies nicht geeignet, die von getroffenen Annahmen zu stützen. Nach den Ausführungen des Sachverständigen in Tz. 578 des Hauptgutachtens ließ sich nachträglich nämlich nicht feststellen, welche Prämissen den Mietprognosen zugrunde gelegt worden sind.

Ebenso wenig nachvollziehbar war nach den Ausführungen des Sachverständigen der gewählte Aufsetzpunkt für die Marktmiete in Höhe von 6,07 EUR/m², da selbst in ihrer detaillierten Mietenplanung 2014 mit einer Marktmiete in Höhe von 6,38 Euro/m² im Gesamtbestand bzw. 6,54 Euro/m² im frei finanzierten Bestand geplant habe.

g) Der gerichtliche Sachverständige hat vor diesem Hintergrund für die Fortschreibung der Sollmietenplanung im Zeitraum von 2017 bis 2030 ein eigenes Modell entwickelt, welches allerdings gleichfalls nur mit pauschalen Annahmen arbeitet. Eine objektgenaue Berechnung der möglichen Mieterhöhungen im Bestand sowie durch Neuvermietungen und umlagefähige Modernisierungen war dem Sachverständigen nicht möglich, da ihm die Antragsgegnerin die objektspezifi-

schen ortsüblichen Vergleichsmieten zum Bewertungsstichtag nicht zur Verfügung stellen konnte. Er sah sich daher damit konfrontiert, eine „praktikable Näherungslösung“ zu finden. Diese stellte nach Auffassung der Kammer im Ergebnis allerdings (immer noch) eine bessere Annäherung an die zu erwartenden Einkünfte aus Vermietung dar als das pauschale, von [redacted] entworfene Modell, dessen Prämissen sich allesamt bei näherer Betrachtung als zweifelhaft herausgestellt haben.

Für die fünf TOP-Städte der [redacted] ergaben sich nach den Berechnungen des Sachverständigen Fortentwicklungen von Mietern innerhalb der dort bestehenden Mietspiegel in einer Bandbreite von 1,05 % für Kiel bis 2,37 % für Potsdam. Der Sachverständige hat diese Werte dann als Ausgangspunkt für die Mietenentwicklung ab 2017 verwendet und als Referenz für die von ihm angenommenen Zuwachsraten die prognostizierte Entwicklung der Wohnflächennachfrage in Mehrfamilienhäusern verwendet, da er diese für einen besseren Schätzer hielt als die von der Bewertungsgutachterin herangezogene allgemeine Bevölkerungsentwicklung. Er hat sich insoweit an den bis zum Jahr 2030 reichenden Schätzungen des Bundesinstituts für Bau-, Stadt- und Raumforschung (BBSR) orientiert. Diese Datenbasis erscheint für die Beurteilung des Umfangs der zukünftigen Nachfrage nach dem von der [redacted] (und der GSW) am Markt angebotenen Wohnraum tatsächlich zielführender zu sein, da auch die Antragsgegnerin nicht behauptet hat, dass es eine dauerhaft konsistente Relation zwischen der allgemeinen Bevölkerungsentwicklung

Im Ergebnis folgen aus den Überlegungen des Sachverständigen die in der Grafik in Ziffer 762 des Hauptgutachtens zusammenfassend dargestellten jährlichen Mieterhöhungsraten für den freifinanzierten Bestand.

Übernommen hat der Sachverständige dagegen die für die anderen Nutzungsarten als Wohnen angenommenen Wachstumsannahmen, da diese zum Bewertungsstichtag einen Beitrag von weniger als 5 % zu den gesamten Sollmieten beigetragen haben. Jegliche Änderungen am Planungsansatz in diesem Bereich wären mithin kaum geeignet, den Ertragswert der [redacted] maßgeblich zu beeinflussen. Darüber hinaus führt der Sachverständige aus, dass nach einer cursori-schen Ermittlung der Entwicklung der Mietpreise für Büro- und Einzelhandelsflächen in verschiedenen deutschen Märkten die Annahme einer pauschalen Wachstumsrate von 1 % nicht unplausibel erscheint (vgl. Tz. 582 des Hauptgutachtens). Dieser Wert entspreche auch den langfristigen Erhebungen durch das statistische Bundesamt seit dem Jahr 1990. Damit war die Entscheidung des Sachverständigen, hier unter Übernahme der Zahlen aus dem Bewertungsgutachten keine näheren Analysen vorzunehmen, im Ergebnis nicht zu beanstanden.

Auch die weitere Planung der beziehungsweise von hat der Sachverständige mit Ausnahme von Anpassungen an das von ihm verwendete Modell der Mietenfortschreibung ab dem Jahr 2017 im Wesentlichen unverändert übernommen.

h) Planung Leerstand

Eine detaillierte Planung der Leerstandsentwicklung fand sich für im Bewertungsstichtag lediglich für das erste Planjahr 2014, in dem für die Core+- und Core-Regionen bei einer Betrachtung auf der Ebene der einzelnen Wirtschaftseinheiten von im Wesentlichen gleichbleibenden Leerstandsquoten ausgegangen wurde. Für die Folgezeiträume 2015 und 2016 wurden die durch Leerstand entstehenden Erlösschmälerungen „auf der Basis von Erfahrungswerten“ weiterentwickelt, wobei deren Grundlage weder von der Antragsgegnerin noch von mitgeteilt wurde. Für das Gesamtportfolio der Gesellschaft soll die Leerstandsquote danach auf 3,4 % sinken, wobei ein Bezug auf die einzelnen Einheiten nicht mehr möglich war und dieser Wert auch die gegenüber den Wohnungen deutlich höheren Leerstände bei den vermieteten Gewerbeeinheiten einschließt. Ab 2017 ff. wurde diese Leerstandsquote dann in der Planungsrechnung beibehalten. Dabei berücksichtigt die Planung jedoch nicht, dass die konkret beabsichtigte, Bestände mit einem besonders hohen Leerstand bis zum Planjahr 2022 zu veräußern. Nach den Berechnungen des Sachverständigen beträgt die Leerstandsquote in Folge dieser Verkäufe dann ab 2022 für das gesamte Wohnportfolio 2,4 % und für den in Berlin belegenen Bestand 1,3 %. Dieser Wert wurde bereits Ende des Jahres 2013 erreicht.

Auch in diesem Punkt erschien der Kammer die vom Sachverständigen geäußerte Kritik am Bewertungsmodell von berechtigt, so dass sie seiner abweichenden Planung gefolgt ist.

i) Planung Finanzergebnis

Die Darlehnsplanung im verlängerten Planungszeitraum bis zum Ende des Jahres 2063 erwies sich nach den überzeugenden Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen als nicht plausibel, da sie von Prämissen ausging, die mit den sonstigen Planungsgrundlagen nicht in Einklang zu bringen waren. Die Bewertungsgutachterin unterstellte die Notwendigkeit einer konstanten LTV-Ratio, obwohl nach dem Bewertungsmodell bereits mit dem Eintritt in die Detailplanungsphase kein weiterer Zuerwerb von Wohnungsbeständen mehr erfolgen sollte, der die Aufnahme zusätzlicher Darlehn erforderlich gemacht hätte. Die Planung sah dennoch die laufende Darlehn-

saufnahme vor, damit angesichts des im Zeitablauf steigenden Werts (Fair Value) des Immobilienbestands der Gesellschaft die LTV-Ratio unverändert bleibt. Diese besitzt bewertungstechnisch jedoch keinen eigenständigen „Wert“, da sie allenfalls die Konditionen beeinflusst, zu denen eine zukünftige Beleihung der Immobilien erfolgen kann. Ist eine solche aber überhaupt nicht notwendig, spielt dieses Datum von vornherein keine Rolle und kann daher vernachlässigt werden.

Plausibel war dagegen die von der Planung durch abweichende Annahme des Sachverständigen, dass die bestehenden zinstragenden Verbindlichkeiten der Gesellschaft in Höhe der durchschnittlichen Regeltilgung der Planjahre 2014-2016 von rund 56,8 Mio. EUR pro Jahr fortgeführt werden, da langfristige Tilgungspläne der nicht vorlagen. Dies führt bis zum Eintritt in die ewige Rente zu einer deutlichen Verminderung der zinstragenden Verbindlichkeiten von rd. 3,58 Mrd. EUR zum 31.12.2013 auf rd. 461 Mio. EUR, verbunden mit einer entsprechenden Reduzierung des Zinsaufwands.

Da eine weitere Darlehnsaufnahme nicht mehr stattfindet, sondern in der Planungssystematik des Sachverständigen nur bestehende Verbindlichkeiten in Form von Darlehn und Wandelschuldverschreibungen prolongiert werden, relativierte sich der von Seiten der Antragsteller erhobene Einwand, dass der in der Planung langfristig angenommene Zinssatz von 4 % zu hoch sei. Allerdings teilt der Sachverständige zu diesem Punkt ausdrücklich mit, dass die leichte Anhebung des dauerhaft erwarteten Sollzinssatzes auf dieses Niveau aus Sicht des Bewertungsstichtags plausibel war und die Planung daher in diesem Punkt keiner Änderungen bedurfte. Soweit die Antragsteller auf Mitte 2014 zum Teil deutlich niedrigere Darlehnszinsen für Immobilienkredite hinweisen, übersehen sie, dass diese sich auf den privaten Immobilienerwerb beziehen und dieser mit den Konditionen von Prolongationsdarlehn im geschäftlichen Bereich nicht vergleichbar ist.

j) Weitere Planungspositionen

Die Planung der Gesellschaft sieht im Zeitraum von 2014 bis 2016 den Verkauf von insgesamt 4.727 Einheiten vor, bei denen es sich überwiegend um Bestände aus dem Wohnsegment handelt. Weitere 4.038 Wohneinheiten sollen im Folgezeitraum bis zum Jahr 2022 veräußert werden.

Der Sachverständige hat die vorgesehenen Verkaufspreise analysiert und hierzu festgestellt, dass die geplanten Erlöse von rund 54,7 Mio. EUR pro Jahr zum Teil deutlich oberhalb der für

die betroffenen Bestände jeweils von ausgewiesenen Fair Values liegen. Laut den gegenüber dem Sachverständigen von der Antragsgegnerin erteilten Auskünften beruhten die angenommenen Verkaufspreise auf aktuellen Einschätzungen der selbst sowie auf Prognosen von externen Vermittlern. Der Sachverständige hat zwar darauf hingewiesen, dass die Annahme deutlich steigender Verkaufspreise nicht mit steigenden Mieterlösen erklären lässt. Er hat die Planung der Verkäufe jedoch unverändert übernommen und offensichtlich die Grenzen des Planungsermessens nicht überschritten gesehen.

Gleichfalls unverändert und nicht kritikwürdig war die geplante Höhe der Aufwendungen für Personal- und Sachkosten in Höhe von 8 % beziehungsweise 4 % der Sollmieten. Von der Bezugsgrößen her entsprachen diese Annahmen den im Jahr 2013 erzielten Istwerten und waren daher als plausibel einzustufen. Gleiches galt für die sonstigen Aufwendungen und Erträge in Höhe von 1 % der Sollmieten. Die für das Planjahr 2014 vorgesehenen erhöhten IT-Kosten, welche durch die Übernahme der GSW entstanden sind, wurden für die Folgezeiträume zutreffenderweise nicht übernommen.

k) Planung Pflege und Betreutes Wohnen

Keine Entsprechung im Geschäftsmodell der GSW findet sich für den Geschäftsbereich Pflege und Betreutes Wohnen der Die KATHARINENHOF Seniorenwohn- und Pflegeanlage Betriebs-GmbH einschließlich ihrer Tochtergesellschaften betreibt insgesamt 21 Objekte in den Bundesländern Berlin, Brandenburg, Niedersachsen, Sachsen und Rheinland-Pfalz mit über 2.200 Pflegeplätzen. Darüber hinaus erzielt Mieterlöse in diesem Bereich.

Das zunächst starke Wachstum der Umsätze im ersten Planjahr 2014 in Höhe von über 5,1 % ist im Wesentlichen durch den Erwerb zusätzlicher Einrichtungen im Jahr 2013 bedingt und stellt damit keinen geeigneten Indikator für das weiter erreichbare Wachstum dar. Dieses soll in den Jahren 2015 und 2016 auf einen Wert von 1,3 % pro Jahr abfallen. In der Folgezeit sollen Erträge und Aufwendungen dann, vor allem wegen angenommener überproportionaler Steigerungen der Personalkosten, mit einer konstanten Rate von 1,0 % wachsen. Nach Betrachtung der Vergangenheitsdaten hat der gerichtliche Sachverständige keine Bedenken hinsichtlich der Plausibilität der Planung dieses Geschäftsbereichs erhoben. Solche waren auch für die Kammer nicht ersichtlich.

l) Abschreibungen und Investitionen

Die in der Planung der vorgesehenen Abschreibungen entsprechen nach den Angaben des gerichtlichen Sachverständigen folgerichtig der Planungssystematik der Gesellschaft nach IFRS und berücksichtigen daher keine regelmäßigen Abschreibungen auf die Immobilienbestände wie sie nach HGB geplant würden. Die entsprechende, ausschüttungsrelevante Planung wurde durch den Sachverständigen autonom vorgenommen.

Soweit Investitionen in der Planung ausschließlich zum Zweck des Substanzerhalts der Bestände vorgesehen sind, war dies im Rahmen des zugrunde liegenden Modells einer dauerhaften Bewirtschaftung der zum Bewertungsstichtag vorhandenen Immobilienbestände plausibel.

m) Ertragssteuern

Zum Bewertungsstichtag verfügte über erhebliche steuerliche Verlustvorträge in Höhe von 1.066,2 Mio. Euro (GewSt) bzw. 888,1 Mio. Euro (KSt), die im Wesentlichen auf die Konzerngesellschaften und entfallen. Wegen des ratierlichen Verbrauchs dieser Verlustvorträge ergeben sich in der Planung zunächst geringe effektive Ertragssteuerquoten. Abschreibungen auf den Immobilienbestand fallen letztmalig im Planjahr 2063 an.

Der gerichtliche Sachverständige hat bei seiner Überprüfung der Steuerplanung keine mangelnde Plausibilität festgestellt. Diesem Urteil schließt sich die Kammer wegen fehlender gegenteiliger Erkenntnisse an.

n) Verlängerung der Detailplanungsphase

Die Dauer des – verlängerten – Planungszeitraums von 2014 bis 2063 ergibt sich aus dem geschilderten Verbrauch steuerlicher Verlustvorträge, vor dessen Abschluss ein für den Terminal Value bewertungstechnisch erforderliche „eingeschwungene Zustand“ noch nicht gegeben ist.

7. Unternehmensplanung der GSW Immobilien AG

Die Planung der GSW beschränkt sich, entsprechend dem Geschäftsbereich des Unternehmens, auf die Planung der Sollmieten für die Wohn- und Gewerbebestände und die hiermit verbundenen Ausgabenposten.

a) Für die Gesellschaft existierten – wie oben bereits erwähnt – zum Bewertungsstichtag mehrere, kurz aufeinanderfolgende Planungsstände: der erste vom 12. Dezember 2013, der zweite vom 31. Januar 2014 - mit einem um 1,4 Mio. EUR geringeren EBIT für das Jahr 2014 - und die weitere Mittelfristplanung vom 15. April 2014. Diese ging wiederum vom Erreichen eines höheren EBIT aus, und zwar sowohl für das Jahr 2014 als auch für die Folgejahre. Die Prüferin führt zu den mit der Mittelfristplanung verbundenen Änderungen erläuternd lediglich aus, dass in der dem Aufsichtsrat am 31. Januar 2014 präsentierten Planung verschiedene offene Punkte identifiziert worden seien.

b) Der reguläre Planungsprozess bei der GSW sah - beginnend im Juli des Jahres - die Planung des jeweils zum 1. Januar beginnenden nächsten Geschäftsjahrs und hierauf aufsetzend für zwei weitere Geschäftsjahre vor. Die Planung erfolgte durch das Controlling der Gesellschaft in Abstimmung mit den einzelnen Fachbereichen und dem Vorstand.

Entsprechend lag für das Budgetjahr 2014 ab Mitte Dezember 2013 ein vollständiges Planungsmodell vor, welches neben den verabschiedeten Planjahren 2015 und 2016 auch bereits ein konkretes Zahlenwerk für die Folgejahre 2017 und 2018 enthielt.

Der letzte dem gerichtlichen Sachverständigen zur Verfügung gestellte Planungsstand wies allerdings für sämtliche in Rede stehenden Zeiträume nur „harte“ Zahlen auf, ohne dass die einzelnen Bestandteile der Planungsrechnungen miteinander verknüpft waren, was die Nachvollziehbarkeit der Planung insgesamt und damit deren Plausibilisierung im hiesigen Verfahren erschwerte.

Für die Zwecke der Bewertung wurde – wie auch für – davon ausgegangen, dass entgegen der in den Vergangenheitszeiträumen verfolgten Geschäftsstrategie kein weiterer Ankauf von Immobilienbeständen mehr erfolgt, sondern die im Bewertungsstichtag vorhandenen Objekte auf Dauer weiter bewirtschaftet werden. Auch für die GSW galt hier, dass eine Modellierung des Erfolgs einer noch unklaren An- und Verkaufsstrategie in Ermangelung konkret betroffener Bestände nicht Teil einer objektivierten Bewertung sein konnte. Damit relativierte sich auch die Betrachtung des von der Prüferin auf S. 50 ihres Gutachtens dargestellten Wachstums der Vertragsmieten in den Zeiträumen bis einschließlich 2013, da dieses in erheblichem Maße auf den Zuerwerb von Wohnungsbeständen durch die Gesellschaft zurückzuführen war. Das mögliche „organische“ Wachstum der Mieteinnahmen konnte daher nur auf der Grundlage der einzelnen

Verträge hergeleitet werden. Zu berücksichtigen waren dagegen die am Stichtag bereits vorgesehenen Verkäufe und die hiermit noch bis in das Jahr 2017 reichende verbundene Verringerung des Bestands an Wohnungen.

c) Die Mietenplanung erfolgte für das Jahr 2014, ähnlich der , auf der Ebene einzelner Wirtschaftseinheiten (insgesamt 699) getrennt für den preisfreien und preisgebundenen Wohnungsbestand und die sonstigen Nutzungsarten. Die Bestandsmieten lagen zu Beginn des Jahres 2014 für preisgebundene Wohnungen leicht höher als im preisfreien Bestand, wobei in der Planung für letzteren steigende Sollmieten von 5,46 EUR/m² auf 5,53 EUR/m², für den preisgebundenen Bestand dagegen eine Stagnation bei 5,62 EUR/m² angenommen wurde.

Soweit ' im unmittelbaren Vergleich der Planungsrechnungen im preisfreien Berliner Bestand mit höheren Sollmieten plante als die GSW hielt der gerichtliche Sachverständige dies für plausibel, da sich verhältnismäßig mehr Wohnungsbestände der GSW in (laut Mietspiegel) einfachen Wohnlagen befinden. Dies galt auch für den Ansatz einer geringeren Neuvertragsmiete im preisfreien Bestand, welche in Höhe von 6,68 EUR /m² angenommen wurde. Die Fluktuationsrate wurde in der Planung, ebenso wie für , mit 8 % in Ansatz gebracht. Dieser Wert liegt höher als die in den Jahren 2012 und 2013 beobachteten Fluktuationsraten zwischen 6 % und 7 % und wirkt sich damit wertsteigernd aus.

d) Für die Folgejahre 2015 und 2016 sah die Planung ein pauschales Mietenwachstum von 2,5 % vor, ohne dass eine gesonderte Erfassung von Mieterhöhungen im Bestand und solchen aus Neuvermietungen erfolgte. Ebenso wenig fand sich eine Differenzierung nach preisfreiem und preisgebundenem Bestand. Unter zusätzlicher Berücksichtigung der Umlagen nach der Modernisierung von Wohnungen (0,15 % p.a.) sowie von Ertragsverzichten und Zuschüssen betrug die in der Planung vorgesehene Gesamtwachstumsrate in den Jahren 2015 bis 2018 netto zwischen 1,91 % und 2,57 %. Dass die Gesellschaft von der Umlage von lediglich 7,5 % der aufgewandten Modernisierungskosten anstelle des gesetzlich zulässigen Satzes von 11 % ausgeht, war nach den Analysen des Sachverständigen nicht zu beanstanden. Insbesondere ließ sich dieser Wert durch die Vergangenheitsentwicklung ohne Weiteres plausibilisieren.

In der Sache bestanden daher für die Kammer, wie auch bei der aufgrund der Analysen des Sachverständigen keine Bedenken gegen die Übernahme der Mietenplanung für den Detailplanungszeitraum bis zum Jahr 2016. Insoweit war insbesondere keine systematische Unterschätzung des tatsächlich am Markt bestehenden Mieterhöhungspotenzials ersichtlich. Aus die-

sem Grunde verbot sich auch ein Eingriff des Gerichts in die von der Gesellschaft selbst aufgestellte Planung, unabhängig von der personellen Zusammensetzung des für diese verantwortlichen Vorstands.

e) Planung Instandhaltung

Dies galt auch für die Höhe der Instandhaltungskosten, deren Ansatz ausdrücklich Gegenstand der von der Kammer durchgeführten Beweiserhebung war. Eine der wesentlichen Änderungen der Mittelfristplanung vom 15. April 2014 gegenüber den „regulären“ Planungsstand vom 12. Dezember 2013 bestand nämlich gerade in der Anhebung der geplanten Instandhaltungskosten.

Im Ergebnis war der entsprechende Ansatz nach den ausführlichen Analysen des Sachverständigen zu diesem Punkt allerdings nicht zu beanstanden. Insoweit bestätigte sich der angesichts des Zeitpunkts der Planungsänderungen nicht von der Hand zu weisende Verdacht, dass es sich um vor dem Hintergrund des abzuschließenden Unternehmensvertrages um Änderungen zu Lasten der Aktionäre der GSW handelte, nicht. Vielmehr stellte sich die Änderung als plausible Anpassung der für die Bestände der GSW geplanten Kosten an das allgemeine Marktniveau dar.

Nach der ursprünglichen Planung aus dem Dezember 2013 sollten die Instandhaltungskosten, die in den Jahren 2011 bis 2013 von 11,60 EUR/m² auf 14,50 EUR/m² gestiegen waren, im Budgetjahr 2014 auf einen Betrag von 15,20 EUR/m² weiter ansteigen, in den Folgejahren aber auf einen Aufwandssockel von 13,30 EUR/m² absinken und fortan auf diesem Niveau verharren.

Demgegenüber lagen die Instandhaltungskosten der in der Vergangenheit deutlich höher und betragen in den Jahren 2011 bis 2013 zwischen 18,94 EUR/m² und 15,03 EUR/m². Der dargestellte Spitzenwert soll aber auch für in der Zukunft nicht mehr erreicht werden. Im Durchschnitt lagen die Instandhaltungskosten der GSW um rund 21% unter denjenigen der obwohl die Immobilienportfolien beider Unternehmen ein identisches durchschnittliches Baujahr aufweisen (nämlich 1957) und - jedenfalls nach den Feststellungen der von der Antragsgegnerin beauftragten Immobilienbewerterin – bei den Beständen beider Gesellschaften Ende 2013/Anfang 2014 kein konkreter Investitionsstau festgestellt werden konnte (vgl. auch Hauptgutachten Tz. 1033).

Daher fanden sich für den gerichtlichen Sachverständigen auch keine Anhaltspunkte für die ihm

gegenüber von der Antragsgegnerin kommunizierte Annahme, dass sich die Objekte der GSW zum Bewertungsstichtag in einem tendenziell schlechteren Zustand befanden als die Bestände der Auf der anderen Seite war aber gleichfalls nicht ersichtlich, aus welchen Gründen sich auf der Basis der Planung der GSW aus dem Dezember 2013 ein dauerhaftes Auseinanderfallen der Instandhaltungsaufwendungen hätte rechtfertigen können.

Der Sachverständige hat zutreffend seine Betrachtungen auf die Höhe der branchenüblichen Instandhaltungskosten erweitert, um feststellen zu können, ob die ursprünglich für die GSW angenommenen Aufwendungen dennoch plausibel und die vorgesehene Erhöhung damit nicht gerechtfertigt war. Die von ihm durchgeführte Analyse der Aufwendungen für Instandhaltungen bei den von ihm identifizierten Vergleichsunternehmen führte zu dem Ergebnis, dass die durchschnittlichen Instandhaltungskosten (aktiviert und nicht aktiviert) bei rund 15,70 EUR/m² lagen. Damit war der in der Planung vom April 2014 für die vorgesehene Ansatz von 15,40 EUR/m² nicht nur mit der GSW vergleichbar, sondern auch als branchenüblich anzusehen.

Ergänzend hat der Sachverständige eine überschlägige Plausibilisierung anhand der II. Berechnungsverordnung vorgenommen und ist auf dieser Grundlage zu einem anzunehmenden Mindestwert für eine sachgerechte Höhe der Instandhaltungsaufwendungen von 13,50 EUR/m² gelangt. Er führt diesbezüglich aber selbst aus, dass die Aussagekraft dieses schematisch auf gesetzlicher Grundlage ermittelten Wertes sehr eingeschränkt ist.

Damit erwies sich der für die Jahre 2015 ff. in der Planung vom Dezember 2013 vorgesehene Ansatz von 13,30 EUR/m² - auch unter Berücksichtigung allgemein steigender Kosten - als zu niedrig und nicht mehr plausibel. Umgekehrt stellte sich die Plananpassung auf ein branchenübliches Niveau als gerechtfertigt dar. Diesbezüglich war auch zu berücksichtigen, dass die Mittelfristplanung vom April 2014 letztlich auch den realen Anstieg der Instandhaltungsaufwendungen aus den Jahren ab 2011 fortschreibt. Damit stellte sich eher das Wiederabsinken der Planwerte auf ein deutlich niedrigeres Niveau als die vorgenommene Änderung als erläuterungsbedürftig dar.

Der Sachverständige stellt hier zutreffend fest, dass auf längere Sicht nicht davon ausgegangen werden kann, dass die GSW gegenüber dem Branchenschnitt signifikant geringer Instandhaltungskosten realisieren kann. Es war auch für die Kammer nicht ersichtlich, dass die GSW dauerhaft bessere Konditionen für die Durchführung von Instandhaltungsarbeiten realisieren könnte als diejenigen Mitbewerber, für die Vergleichszahlen veröffentlicht sind. Weder von der Antrags-

gegnerin noch von der Bewertungsgutachterin oder der Vertragsprüferin wurde diesbezüglich geltend gemacht, dass etwa die Inanspruchnahme der Leistungen der Tochtergesellschaft FACILITA zu einem dauerhaften Wettbewerbsvorteil führen könnte. Geringere Ausgaben für Instandhaltungen führten daher auf Dauer zwingend zu einem schlechteren Objektzustand. Eine solche bewusst in Kauf genommene Vernachlässigung der von der GSW bewirtschafteten Objekte wäre aber nicht mit dem im Rahmen der Bewertung geplanten deutlichen Mietenanstieg in Einklang zu bringen.

Für die Zeit nach 2018 wird auch für die GSW das von der Bewertungsgutachterin entwickelte „Aufholungsmodell“ angewandt, um eine Anpassung der zum 31. Dezember 2013 von der Gesellschaft eingenommenen Bestandsmieten an die höhere Marktmiete abzubilden.

Die vom gerichtlich bestellten Sachverständigen gegen dieses Modell bereits bei der erhobenen Bedenken beziehungsweise Einwendungen gelten in gleichem Maße fort. Auch bei der GSW ist bereits der Aufsatzpunkt für die Miete nicht nachvollziehbar. Diese wird mit 6,22 EUR/m² für das Jahr 2014 in Ansatz gebracht, obwohl in der Planung für dieses Jahr bereits ein gewichteter Wert (preisgebundener und preisfreier Wohnraum) von 6,43 EUR/m² vorgesehen war. Die in Berlin für den Zeitraum vom 2. Halbjahr 2012 bis zum ersten Halbjahr 2014 zu beobachtenden Angebotsmieten wiesen nach den Feststellungen des Sachverständigen in den Bezirken, in denen sich die Wohnungsbestände der GSW befinden, eine durchschnittliche Wachstumsrate von 7,5 % auf. Auch wenn diese, wie bei der nicht mit der allgemeinen Marktmiete gleichgesetzt werden können, ist der im Modell verwendete Wachstumsfaktor von lediglich 1,0 % offensichtlich zu niedrig, da dieser zu Wachstumsraten von weniger als 1,5 % im Jahr führt, was deutlich hinter den in den vor dem Stichtag liegenden realisierten Mietsteigerungen liegt. Dies gilt, wie der Sachverständige zutreffend ausführt, auch unter Berücksichtigung des Umstands, dass einige Bestände der GSW noch bis zum Jahr 2146 der Preisbindung unterliegen und erst im Anschluss zur Marktmiete neu vermietet werden können.

f) Verlängerte Planungsphase

Analog zur Planung bei der setzen und für die Sollmieten in der Nachhaltigkeitsphase eine pauschale Steigerung von 1,0 % pro Jahr an, allerdings wegen der längeren Detailplanungsphase bei der GSW erst ab dem Jahr 2032. Diese Entscheidung wirkte sich im Ergebnis wegen des späteren Eingreifens der pauschalen Wachstumsraten im Aufholungsmodell zu Gunsten der GSW-Aktionäre aus.

Zur weiteren Plausibilisierung einer angemessenen Höhe der Sollmietensteigerung bei der GSW hat der gerichtliche Sachverständige die historische Entwicklung der Vertragsmieten zwischen dem 31. Dezember 2007 und dem 31. Dezember 2013 untersucht und ist hier zu einer durchschnittlichen jährlichen Steigerungsrate von 3,0 % gelangt. Zwar sind in diesem Wert auch die Auswirkungen von den in diesem Zeitraum durchgeführten Zukäufen und Verkäufen von Wohnungsbeständen enthalten, dennoch liefert er einen deutlichen Hinweis darauf, dass die im pauschalen Aufholungsmodell angesetzten Steigerungsraten zu niedrig sind.

Der Sachverständige hat darüber hinaus die von der Immobiliendienstleisterin erstellte Fair Value Bewertung des Immobilienportfolios der GSW zum 31. Dezember 2013 untersucht und stellt fest, dass dieses Unternehmen bis zum Jahr 2018 ein pauschales Wachstum der Sollmieten von im Schnitt 3,1 % im Jahr und für den Anschlusszeitraum bis 2024 von rund 2,0 % pro Jahr unterstellt hat. Im Anschluss sollen die Sollmieten um 1,0 % p.a. steigen. Insoweit haben und voneinander abweichende Wachstumspfade verwendet, ohne dass sich allerdings feststellen ließ, welche unterschiedlichen Annahmen dem zugrunde lagen. Wie auch für die Objekte der hat nämlich die Faktoren, welche für ihre Mietprognosen maßgeblich waren, nicht offengelegt.

Hinzutritt, dass dieses nach den Berechnungen des Sachverständigen ohnehin nicht geeignet wäre, bis 2032 zur tatsächlichen Erreichung eines (theoretischen) Sollmietenzuflusses auf Marktniveau zu führen. Auf die obigen Ausführungen zu Punkt ... kann insoweit verwiesen werden.

Damit konnten die im Modell von vorgesehenen Wachstumsraten auch für die GSW nicht plausibilisiert werden.

g) Planung andere Nutzungsarten

Die Sollmietenplanung für die anderen Nutzungsarten, insbesondere Gewerbeflächen, mit 1,0 % ab dem erweiterten Planungszeitraum der Jahre 2019 ff. hielt der Sachverständige aufgrund der Ist-Entwicklung ab 2009 in der Tendenz für konservativ, sah aber keine Veranlassung, die Planung in diesem Punkt zu modifizieren. Zudem war der Bereich der Gewerbemieten und sonstigen Einnahmen mit lediglich 6 % der Sollmieten für die Gesamtbewertung von eher untergeordneter Bedeutung. Die Entscheidung des Sachverständigen, hier keine weitergehenden Analysen der vorgelegten Planung durchzuführen war daher, ebenso wie bei der nicht zu beanstan-

den.

h) Planung Leerstand

Die Planung der Leerstandsquote der GSW erfolgt im Verhältnis zur Sollmiete, so dass die Prognose der entsprechenden Erlösschmälerungen pauschal auf Portfolioebene erfolgt.

Innerhalb des dem Bewertungsstichtags vorgelagerten Dreijahreszeitraums hatte die GSW den Leerstand bezogen auf die Sollmieten von 4,5 % auf 3,5 % und bezogen auf die Quote nach Einheiten von 3,4 % auf 2,3 % senken können. Die Planung geht unter Bezugnahme auf die Sollmieten bis zum Jahr 2018 zunächst von einem weiteren Rückgang des Leerstands als Erlösschmälerung der Sollmieten auf 2,5 % aus, wovon 2,0 % die Vermietung zu Wohnzwecken betreffen sollen. Dieser Wert wird dann aber 2019 konstant fortgeschrieben.

Nach der Auffassung des Sachverständigen, welcher die Kammer folgt, war die Annahme von Leerstandsquoten in der genannten Höhe isoliert betrachtet nicht unplausibel. Einem Vergleich zur Planung der hielt diese Planannahme für die GSW aber nicht stand, da für deren Berliner Portfolio von einer langfristig deutlich niedrigeren Leerstandsquote von nur 1,3 % ausgegangen wird. Wie der Sachverständige ausführt, kann diese Diskrepanz nicht mit den unterschiedlichen Wohnlagen erklärt werden, in denen sich die Wohnungen beider Gesellschaften befinden. Auf dem angespannten Berliner Wohnungsmarkt waren zum Bewertungsstichtag gerade preiswerte Wohnungen nachgefragt, wie die von der GSW angeboten werden. Daher war eine nachhaltig höhere Leerstandsquote als für die Bestände der nicht als plausibel anzusehen und insoweit eine Angleichung vorzunehmen.

Eine weitere Absenkung der Annahmen zum zukünftigen Leerstand kam nicht in Betracht, da ein Wert von 1,3 % nach Sollmieten nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen sowohl unterhalb des Berliner Durchschnitts von 1,8 % als auch unterhalb des für eine Fluktuationsreserve regelmäßig angesetzten Werts von 2,0 % liegt.

i) Planung Steuern

Die Planung der anfallenden Unternehmenssteuern der GSW ist nach den Ausführungen des Sachverständigen grundsätzlich auf der Ebene des Unternehmens vorgenommen worden, wobei die Neuberechnung des Finanzergebnisses durch die Bewertungsgutachterin auch

eine Neuermittlung der auf das Ergebnis insgesamt anfallenden Steuern nach sich gezogen hat.

Vor dem Erwerb einer Aktienmehrheit von über 90 % durch [redacted] lagen bei der GSW steuerliche Verlustvorträge in Höhe von 1.539 Mio. EUR für Körperschaftssteuer und weiteren 1.468 Mio. EUR für Gewerbesteuer vor. Die Bewertungsgutachterin ist – bestätigt durch die Vertragsprüferin – davon ausgegangen, dass es sich bei dem Anteilserwerb durch die Antragsgegnerin um einen schädlichen Anteilseignerwechsel im Sinne des § 8c KStG handelt mit der Folge, dass die Verlustvorträge untergegangen sind. Aufgrund der sogenannten Verschonungsregel in § 8c Abs. 1 Satz 6 KStG seien jedoch 0,7 Mrd. EUR der Verlustvorträge erhalten geblieben und wirken sich daher in der Planung steuermindernd aus. Die hierfür angenommenen Aufbrauchfristen reichen für die Gewerbesteuer bis in das Jahr 2034 und für die Körperschaftssteuer bis 2039. Im Anschluss steigt die steuerliche Belastung der Ergebnisse deutlich an, auch weil sich die Abschreibungen auf den Immobilienbestand der Gesellschaft sukzessive verringern.

Der gerichtliche Sachverständige hat im für die Planung verwendeten Steuermodell keine rechnerischen Fehler feststellen können. Soweit er Zweifel an den Auswirkungen der steuerlichen Regelungen des § 8c KStG geäußert hat, fehlt es jedenfalls an einer positiven Feststellung, dass die von [redacted] und [redacted] getroffenen Annahmen von unzutreffenden Voraussetzungen ausgehen und entweder kein Untergang der Verlustvorträge eingetreten ist oder ein solcher sich nur in geringerem Umfang auswirkt. Aus diesem Grunde ging die Kammer davon aus, dass die von Bewerterin und Prüferin gewählte Vorgehensweise zutreffend war. Jedenfalls war es nicht angezeigt, im Rahmen der Bewertung ohne eine sichere Grundlage zu Gunsten der Minderheitsaktionäre größere Steuervorteile der GSW zum Bewertungsstichtag zu unterstellen.

j) Synergien

Die Erfassung der realisierbaren Synergien beruht auf Analysen der Antragsgegnerin einschließlich der Aufteilung in „echte“ und „unechte“ Synergien, die sich nach Auffassung der [redacted] auch ohne den Abschluss des Beherrschungsvertrages realisieren lassen. Sie hat diese bis zum Jahr 2016 auf insgesamt 13,5 Mio. EUR beziffert und diese Summe in Höhe von 9,0 Mio. EUR der GSW zugeordnet. Diese sind wegen der Aktualisierung der Unternehmensplanungen kurz vor dem Bewertungsstichtag zum Teil bereits in die Planung beider Gesellschaften eingeflossen, dabei in Höhe von insgesamt 6,9 Mio. EUR in die Planung der GSW.

Soweit die Vertragsprüferin für die Beurteilung der Marktentwicklung auf die Anzahl der Verkaufs-

transaktionen abstellt, dürften diese Betrachtungen für die Frage der Plausibilität der Planung, welche der Bewertung zugrunde liegt, unerheblich sein. Dieses Datum dürfte für die Frage, welche Mieteinnahmen mit den Immobilien der Gesellschaft erzielt werden können, irrelevant sein. Soweit in der Vergangenheit zu einem erheblichen Teil Umschichtungen und den Neuerwerb von zusätzlichen Wohnungsbeständen vorgenommen hat, sind solche Geschäftsvorfälle mangels Planbarkeit für die Zukunft gerade nicht mehr vorgesehen.

Soweit und den Berechnungen der Antragsgegnerin folgend, die von dieser durch den Zusammenschluss der Unternehmen berechneten Synergien in vor- und nachvertraglich aufgeteilt haben, hielt der gerichtliche Sachverständige diese Verfahrensweise für unzutreffend:

Die sei mit dem Erwerb der beherrschenden Position durch die Mehrheitsbeteiligung und der Bildung eines faktischen Konzerns seit dem 27. November 2013 in der Lage, ihre Geschäftspolitik auch in der GSW durchsetzen. Dies gelte insbesondere auch wegen der personenidentischen Besetzung des Vorstands von und GSW, aufgrund derer alle von als realisierbar angesehenen Synergien auch faktisch durchgesetzt werden könnten. Der alleinige Vorteil des Beherrschungsvertrages bestehe in der konkreten Situation nur darin, dass die organisatorischen Maßnahmen nicht mehr im Rahmen eines Abhängigkeitsberichtes zu dokumentieren seien. Daher seien auch die als nachvertraglich qualifizierten Synergien in Höhe von insgesamt 22,2 Mio. EUR vor Steuern zu berücksichtigen, wobei der Sachverständige die von der Vertragsprüferin gewählte Zurechnung von zwei Dritteln auf die GSW und einem Drittel auf zur Vereinfachung beibehalten hat, auch wenn er das größere Einsparpotenzial wegen der höheren Verwaltungskosten bei der sieht.

Damit haben sich die von den Antragstellern erhobenen Einwendungen auch in diesem Punkt als in der Sache berechtigt erwiesen.

k) Berücksichtigung der sogenannten Mietpreisbremse

Die Kammer ging aufgrund der überzeugenden Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen in seinem Ergänzungsgutachten vom 3. November 2020 davon aus, dass die Einführung der gesetzlichen Mietpreisbremse sowie deren Umsetzung für das Land Berlin, auch wenn das entsprechende Gesetz erst am 21. April 2015 in Kraft getreten ist, bei der Bewertung zu berücksichtigen war.

Die Bemühungen um eine Begrenzung des Anstiegs der Mieten bei Neuvermietungen hatten auf politischer Ebene angesichts der in Ballungsräumen zu verzeichnenden Mietsteigerungen zeitlich deutlich vor dem Bewertungsstichtag begonnen. So hat die SPD bereits im Februar 2013 einen konkreten Antrag auf eine Mietrechtsänderung eingebracht, der eine Kappungsgrenze bei Neuvermietungen von Wohnraum vorsah. Eine ähnliche Zielrichtung sah ein Vorschlag Nordrhein-Westfalens vom 31. Mai 2013 vor. Nach der Neubildung der Regierung nach den Bundestagswahlen im Dezember 2013 wurde zwischen den Regierungsparteien SPD und CDU/CSU vereinbart, dass im Rahmen einer Änderung des Mietrechts Mieterhöhungen in Gebieten mit angespannten Wohnungsmärkten auf 10 % der ortsüblichen Miete begrenzt werden sollten. Der Referentenentwurf stammte vom 18. März 2014. Angesichts der breiten, parteiübergreifenden Zustimmung zu dem Vorhaben konnte im Juni 2014 daher ohne Weiteres davon ausgegangen werden, dass ein entsprechendes Gesetz ohne wesentliche Änderungen am Kerngehalt in den folgenden Monaten in Kraft treten würde.

Angesichts der im Berliner Koalitionsvertrag des Jahres 2011 vereinbarten Maßnahmen für die „Mieterstadt Berlin“ war auch absehbar, dass die Berliner Landesregierung als Befürworterin der Mietpreisbremse die Möglichkeit zu deren Einführung umgehend nutzen würde. Dies ist mit der Berliner Verordnung zur Gebietsbestimmung eines angespannten Wohnungsmarktes dann am 28. April 2015 – und damit nur einen Tag nach der Bekanntgabe des Mietrechtsnovellierungsgesetzes – mit Wirkung vom 1. Juni 2015 dann auch geschehen.

Für ganz wesentlich hielt die Kammer darüber hinaus die Feststellung des Sachverständigen in seiner Stellungnahme vom 31. August 2022, dass auch die Marktteilnehmer im Juni 2014 von der Einführung der Mietpreisbremse ausgegangen sind. Entsprach diese Entwicklung aber auch der allgemeinen Erwartung, bestand keine objektiv begründbare Veranlassung, sie im Rahmen der Ertragswertermittlung nach IDW S1 zu ignorieren.

Dem steht, anders als der gemeinsame Vertreter in seiner abschließenden Stellungnahme vom 21. Dezember 2022 geltend gemacht hat, das Stichtagsprinzip nicht entgegen.

Der Hinweis auf Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 271 verfängt insoweit nicht, da dort im Wesentlichen davon die Rede ist, dass erwartete Änderungen im konkreten rechtlichen Unternehmensumfeld wegen des allgemeinen Rückwirkungsverbots regelmäßig unbeachtlich sind. Dies mag zutreffen, da etwa einmal erteilte Betriebsgenehmigungen nicht ohne Weiteres widerrufen

werden können. Derartige Überlegungen können aber dann nicht greifen, wenn eine (weitere) staatliche Regulierung des gesamten Marktumfelds absehbar ist und diese unmittelbare Auswirkungen auf die zukünftigen Ertragsaussichten hat. Insoweit kommt es nicht darauf an, dass bestimmte legislatorische Schritte zum Bewertungsstichtag bereits abgeschlossen waren, da es hier für die Anwendung der „Wurzeltheorie“ keine festen zeitlichen Grenzen gibt. Maßgeblich ist lediglich, dass die beabsichtigten Maßnahmen des Gesetzgebers im Bewertungsstichtag bereits ausreichend konkretisiert und erhebliche Änderungen nicht mehr zu erwarten sind (vgl. KG, Beschluss vom 6. Mai 2015, 2 W 144/13 SpruchG, Tz. 58 zitiert nach juris). Eben dies war hier im Hinblick auf das Mietrechtsnovellierungsgesetz der Fall.

Nach Auffassung der Kammer wäre die Nichtberücksichtigung von Umständen, welche das zu bewertende Unternehmen nicht beeinflussen kann, fehlerhaft. Entscheidend ist, dass sowohl beeinflussbare als auch nicht beeinflussbare Veränderungen des Umfelds erhebliche Auswirkungen auf die prognostizierten Umsätze und Gewinne haben können. In beiden Fällen wäre eine Planung, die auf absehbare Änderungen keine Rücksicht nimmt, wohl als fehlerhaft anzusehen, wie die Antragsgegnerin zu Recht geltend gemacht hat. Eine entsprechende Aufteilung ist daher weder angezeigt noch im Rahmen der Berücksichtigung der „in der Wurzel angelegten“ Umstände geboten.

8. Ewige Rente

a) 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).

b) 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.

c) Die Bewertungsgutachterin und haben hinsichtlich der Ergebnisentwicklung in der ewigen Rente für beide Unternehmen dieselben Annahmen getroffen:

Die Länge des – verlängerten – Planungszeitraums von 2014 bis 2063 ergibt sich aus dem geschilderten Verbrauch steuerlicher Verlustvorträge bei vor dessen Abschluss ein für den Terminal Value bewertungstechnisch erforderlicher „eingeschwungene Zustand“ - jedenfalls für die Antragsgegnerin - noch nicht gegeben ist. Die für das Jahr 2064 geplanten Ergebnisse von und GSW haben die Bewertungsgutachterin und die Vertragsprüferin dann mit einer Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben, welche nach den Erfahrungen der Kammer der „Üblichkeit“ bei Ertragswertgutachten in den letzten Jahren entspricht. Da der Wachstumsabschlag, wie oben erläutert, allerdings kein Marktdatum, sondern unternehmensindividuell zu betrachten ist, bedarf es einer konkreten und auch plausiblen Erläuterung der angekommen Höhe.

hat hierzu ausgeführt, dass zum einen die Mieten in der Vergangenheit geringer gestiegen sind als die allgemeine Teuerungsrate. Diese Analyse kann bereits aus dem Grund nicht überraschen, dass Mieten regelmäßig in die Betrachtung des verbraucherbezogenen Warenkorb bei der Berechnung der Inflationsrate einfließen. Im Übrigen nimmt an, dass durch die prognostizierte Verkleinerung der allgemeinen Haushaltsgröße die Nachfrage nach Wohnraum auch dauerhaft ansteigen wird. Dieser Effekt soll allerdings durch die Schrumpfung der Bevölkerung in Deutschland kompensiert werden, so dass es im Ergebnis bei der Annahme der halben Zielinflationsrate der EZB verbleibt.

d) Der gerichtliche Sachverständige hielt diese Annahmen vor dem Hintergrund, dass sich der Wohnungsbestand beider Unternehmen hauptsächlich in Berlin und anderen Ballungsgebieten befindet, für zu pessimistisch. Ebenso wie bei der Fortschreibung der Sollmieten muss nach seiner Auffassung auch für die dauerhafte Wachstumsrate der Mieten auf die in der Vergangenheit beobachtbare Steigerung des Wohnungsmietenindex in Höhe von 1,3 % abgestellt werden.

Die Kammer hielt diesen Aufsetzpunkt für wesentlich plausibler als die allgemeinen Ausführun-

gen der Bewertungsgutachterin, welchen sich die Prüferin ohne wesentliche eigene Erwägungen angeschlossen hat.

9. 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 nach den entsprechenden Modifikationen durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht zu beanstanden.

Der Sachverständige hat nachvollziehbar ausgeführt, dass die Annahmen zur Mittelverwendung im Planungszeitraum zwar im Hinblick auf die beabsichtigte Zielausschüttungsquote von 60 % des FFO I (operative Einnahmen vor Verkaufsergebnis) nachvollziehbar waren. Eine Orientierung der Ausschüttung vom FFO I sei branchentypisch und damit auch als plausibel anzusehen. In den Jahren vor dem Bewertungsstichtag sind die tatsächlichen Ausschüttungen der GSW mit 80 % FFO I im Geschäftsjahr 2012 und 71 % des FFO I im Geschäftsjahr 2013 allerdings deutlich höher gewesen, vor allem im Vergleich einer Ausschüttungsquote von 0 im Jahr 2011. Dagegen hat konstant 50 % ihres jeweiligen Vorjahres FFO I an die Anteilseigner ausgekehrt.

Die weitere von und ableitete Verwendung der Gewinne sei allerdings fehlerhaft, da diese aus einer IFRS-Planung abgeleitet worden seien, die keine geeignete Grundlage für eine Aufteilung in Ausschüttungen und Thesaurierungen bilde. Da das IFRS-Ergebnis auf einer jährlichen Neubewertung des Immobilienbestands beruhe, sei es wesentlich höher als das handelsrechtliche Ergebnis, welches die planmäßigen Abschreibungen auf die Immobilien berücksichtige.

b) Soweit die nach der Planung einbehaltenen Überschüsse ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unterneh-

menskonzept grundsätzlich eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Diese kann – wie vorliegend auch geschehen - durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93).

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 40%, welche aufgrund des Bewertungsmodells des Sachverständigen in Ansatz gebracht wurde, ist nach den Ausführungen der Barabfindungsprüferin aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote abgeleitet, welche für börsennotierte Unternehmen an den deutschen Kapitalmärkten in der Vergangenheit zu beobachten gewesen sei. Es handelt es sich dabei um den unteren Wert des Korridors von 40% bis 70%, der regelmäßig in Bewertungsgutachten nach IDW S1 als typisiertes Ausschüttungsverhalten unterstellt wird.

Die dieser Annahme zugrunde liegende Untersuchungen werden allerdings nicht unkritisch gesehen, so dass regelmäßig eine Betrachtung des Ausschüttungsverhaltens anderer Unternehmen derselben Branche als vorzugswürdig anzusehen ist. Eben diese Analyse hat der gerichtliche Sachverständige vorgenommen und ist hierbei zu dem Ergebnis gelangt, dass sich eine branchentypische Ausschüttungsquote für bestandhaltende Immobiliengesellschaften nicht feststellen lässt.

Da mithin nur eine übergreifende Schätzung in Betracht kam, hat der Sachverständige anhand neuerer Untersuchungen von im DAX sowie im MDAX gelisteten Unternehmen ausgeführt, dass die von und angesetzte Ausschüttungsquote von 50 % jedenfalls in den Jahren 2004 bis 2013 nicht (mehr) erreicht worden ist. Vielmehr hätten die beobachtbaren Werte zwischen 35 % und 48 % gelegen, so dass ein Ansatz von 40 % gerechtfertigt sei. Die Kammer hielt diese Überlegungen für zutreffend, so dass der Forderung einer Mehrzahl von Antragstellern auf eine Reduzierung der typisierten Ausschüttungsquote im Ergebnis nachzukommen war.

e) Der Ansatz einer wachstumsbedingten Thesaurierung ohne unmittelbaren Werteffekt im Be-

wertungsgutachten war entgegen der Auffassung einiger 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) kapitalwertneutrale 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.

f) 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. November 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 von der Sachverständigen, welche auch die Barabfindungsprüferin nicht beanstandet hat, nachvollziehbar.

Zwar mag es im Einzelfall abhängig vom Geschäftsmodell des bewerteten Unternehmens fraglich sein, ob tatsächlich sämtliche Bilanzpositionen gleichförmig wachsen und daher der pauschale Ansatz einer Wachstumsthesaurierung in Höhe der Wachstumsrate gerechtfertigt ist. Im Fall bestandhaltender Immobilienunternehmen

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).

10. 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 objektiver 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. Belastbare empirische Untersuchungen zur Haltedauer von Anlegern am deutschen Kapitalmarkt vor, auf welche sich eine konkrete Annahme zur Höhe der regelmäßig anfallenden Besteuerung hätte stützen können, sind der Kammer nicht bekannt.

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 zu erinnern. 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) Bei können Ausschüttungen teilweise als Einlagenrückgewähr realisiert werden. Auf die entsprechenden Beträge wurde ein geringerer persönlicher Steuersatz von 11,97 % in Ansatz gebracht. In diesem Zusammenhang wurde auch eine Differenzierung vorgenommen, ob Anteilkäufe vor oder nach dem 1. Januar 2009 stattgefunden haben. Hiergegen war nichts zu erinnern.

e) Soweit einige Antragsteller meinen, durch die Sonderregelungen für „Alterwerber“, die ihre Anteile vor dem 31. Dezember 2008 erworben haben, müsse die Veräußerungsgewinnbesteuerung vollständig unberücksichtigt bleiben, vermochte dies die Kammer schon von der Prämisse her nicht zu überzeugen. Bei einem Bewertungsstichtag, der mehr als drei 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.

f) Die zum Teil umstrittene Frage, ob auch fiktive Kursgewinne welche sich aus inflationsbedingten Unternehmenswertsteigerungen ergeben, der persönlichen Besteuerung zu unterwerfen sind. Ein entsprechender Abzug ist von der Bewertungsgutachterin und – diesem Ansatz folgend – auch von der Vertragsprüferin nicht vorgenommen worden. Der gerichtliche Sachverständige weist in diesem Zusammenhang zwar darauf hin, dass hierdurch unterstellt werde, dass solche Kursgewinne steuerfrei seien, was zu einer Störung der Steueräquivalenz im Bewertungskalkül führe. Er führt allerdings auch weiter aus, dass nach einer Untersuchung der I-Advise AG die Kursgewinnbesteuerung noch nicht der überwiegenden Bewertungspraxis entsprochen hat. Eine Änderung der Besteuerung zu Lasten der Minderheitsaktionäre hat er vor diesem Hintergrund in seinen Berechnungen nicht vorgenommen.

11. 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.

a) Basiszinssatz

Die Kammer hielt auf der Grundlage der Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 2,48 % 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/Tönnies, 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 Rechtspre-

chung 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) Darüber hinaus ist auch 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 standen die konkrete Planungen von und GSW nicht entgegen, da in diesen jeweils 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 beaufsichtlichen Rundungsregelung der Wirtschaftsprüfer auf ¼-Prozentpunkte gerundet mit 2,50 % angesetzt. Die Prüferin hat demgegenüber den Zeitraum vom 19. März bis 18. Juni 2014 einen Durchschnittswert von 2,48 % ermittelt und von einer Auf- oder Abrundung abgesehen.

Nach der vom IDW vorgeschlagenen und durchgängig praktizierten Verfahrensweise einer Rundung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes auf das nächste Viertelprozent – beziehungsweise auf das nächste Zehntelprozent bei Werten unterhalb eines Basiszinses von 1,0% - hätte sich damit für die Zwecke der hiesigen Bewertung ein Basiszinssatz von 2,50% 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 nach Auffassung der Kammer 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 weitere Abwärtstendenz in der Zinsentwicklung zu erkennen, der die Tagesspotrate nach den Feststellungen des ge-

richtlichen Sachverständigen nur noch bei 2,45 % lag (vgl. Hauptgutachten Tz. 1333).

Soweit die Bewertungsgutachterin und die Vertragsprüferin in ihren Gutachten zu einem höheren Basiszinssatz von über 2,50 % gelangt sind und entsprechend eine Abrundung vorgenommen haben, war dies grundsätzlich unbeachtlich. Da beide Gutachten vor dem Bewertungsstichtag fertiggestellt worden sind, endete der Betrachtungszeitraum am 31. März 2014, so dass sich aufgrund der abweichenden Datenbasis wegen der fortlaufenden Änderung des Zinsniveaus ein anderer Wert ergeben musste.

Die Höhe des Basiszinssatzes war im Rahmen der vorliegenden Bewertung für die Umtauschrelation nicht maßgeblich, da die marktbasieren Werte des Kapitalisierungszinssatzes wie Basiszins und Marktrisikoprämie sowohl für als auch die GSW zwingend in identischer Höhe in Ansatz zu bringen waren. Aus diesem Grunde spielte der Kapitalisierungszinssatz nur für den Ausgleich für die Aktionäre der GSW eine wesentliche Rolle.

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 1,83 % 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/Tönnies, 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/Tönnies, 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 Wertpapieren 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/Tönnies, 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 schon Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt und bis heute geführt wird 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.

nn) Die Bewertungsgutachterin und ihr folgend die sachverständige Prüferin beschränken sich aber im Wesentlichen darauf, die Empfehlung des FAUB, die Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5 % bis 6 % nach Steuern anzusetzen, zu referieren. Angesichts der sehr niedrigen Rendite von deutschen Staatsanleihen als riskoloser Anlageform sei davon auszugehen, dass die von Investoren geforderte Preise der Risikoübernahme gestiegen sei. Allerdings führt die Prüferin auf Seite 90 ihres Gutachtens auch aus, dass in Ermangelung belastbarer Methoden zur Bestimmung kurzfristig gestiegener Risikoprämien ist eine exakte Quantifizierung der aus dieser Annahme folgenden Anpassung derzeit nicht möglich sei.

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 Marktrisikoprämien 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 einreihet.

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 daher 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 zwar, wie von Bewerterin und Prüferin diskutiert, ob die Einschätzung einer Marktrisikoprämie von 4,5 % als Nachsteuerwert weiterhin Bestand haben kann oder ob insofern wegen der durch die Finanzkrise veränderten Rahmenbedingungen eine Anpassung erfor-

derlich wird. Eine solche 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 Kammer hält für den Bewertungsstichtag eine Erhöhung der Marktrisikoprämie für nicht angezeigt.

Nachhaltige Änderungen des Marktzinsniveaus mögen zwar durchaus geeignet sein, Zweifel an der Verwendung ausschließlich historischer Überrenditen zu wecken. Mit der Übertragung von Renditen aus der Vergangenheit auf die Zukunft ist nämlich die Prämisse verbunden, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf mehr oder weniger konstant bleibt, da bei ausreichend langen Beobachtungszeiträumen die Daten von Zeiten wirtschaftlicher Prosperität auf der einen und Krisen auf der anderen Seite in die Betrachtung einfließen. Auf der anderen Seite ist aber ebenso fraglich, ob die Annahme des IDW, dass die Finanzkrise die Erwartung der Anleger an die Gesamtrendite ihrer Investments nicht beeinflusst hat, gerechtfertigt war. Insoweit fehlte es empirischen Untersuchungen, ob die Marktteilnehmer bei sinkender Verzinsung sicherer Titel infolge krisenhafter Entwicklungen tatsächlich erwarten, dass sich bei einer Anlage in Aktien identische Renditen wie in Vorkrisenzeiträumen erzielen lassen, so dass – rein rechnerisch – bei sinkendem Basiszins die Marktrisikoprämie ansteigen muss. Diese These ist vor allem auch aufgrund des Umstandes zu hinterfragen, dass nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise parallel auch die Aktienrenditen eingebrochen sind und sich für die entsprechenden Zeiträume keine steigende Risikoprämie ableiten lassen würde.

Soweit von Seiten des FAUB für seine Empfehlung auf den Anstieg impliziter Kapitalkosten in Folge der Finanzkrise verwiesen wird, ist dies nach Ansicht der Kammer bei isolierter Betrachtung kein überzeugendes Argument, um zu einer höheren Marktrisikoprämie zu gelangen. Implizite Kapitalkosten beruhen zwar im Gegensatz zu historischen Daten auf Erwartungswerten, diese sind jedoch durch den Einbezug von Analystenprognosen stark subjektiv geprägt. Ihnen kann daher grundsätzlich keine bessere theoretische Fundierung zugesprochen werden als dem Ansatz, die zukünftige Risikoprämie aus einem Vergangenheitsdurchschnitt zu gewinnen (vgl. auch Ballwieser/Friedrich, Corporate Finance 2015, 449, 451). Wenn aufgrund sich verfestigen-

der, aktueller Entwicklungen die Abkehr von der Verwendung einer auf historischen Daten basierenden Marktrisikoprämie für erforderlich gehalten würde, müsste insoweit ein tragfähiges neues, in sich geschlossenes Konzept entwickelt werden, woran es im Bewertungsstichtag allerdings fehlte.

Jedenfalls kann im Rahmen einer objektivierten Ermittlung von Unternehmenswerten eine rein intuitive Erhöhung der Marktrisikoprämie nicht in Betracht kommen. Die zugrunde liegenden Beobachtungen, die nach Auffassung des IDW für eine (rechnerische) Erhöhung der Marktrisikoprämie infolge der Finanzkrise der Jahre 2007 ff. sprechen sollen, stützen sich auf einen relativ kurzen Zeitraum, während die von Stehle untersuchte Zeitreihe die Jahre von 1955 bis 2003 umfasst und damit mehrere Wirtschaftszyklen abdeckt. Auch der durch die Eingriffe der Europäischen Zentralbank künstlich niedrig gehaltene Basiszinssatz war nicht geeignet, eine Erhöhung der Marktrisikoprämie als plausible Folge der Marktsituation ansehen zu können. Der vielfach beklagte „Anlagenotstand“ dürfte vielmehr eher dazu geführt haben, dass sich Investoren, jedenfalls zunächst, mit niedrigeren Renditen als in der Vergangenheit zufriedengeben.

Schließlich hat der gerichtliche Sachverständige trotz der Vorgabe der Kammer zur Höhe der Marktrisikoprämie auf der Grundlage der von Stehle zur Verfügung gestellten Daten eigene Berechnungen vorgenommen. Er ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass sich bei einer Ausweitung des Untersuchungszeitraum anhand aktualisierter Daten bis zum Jahr 2013 – rein rechnerisch – kein Hinweis auf eine signifikante Erhöhung der Risikoprämie durch die Finanz- und Wirtschaftskrise ab dem Jahr 2007 feststellen lässt. Er ist daher zu der Auffassung gelangt, dass sich die vom FAUB empfohlene Anpassung auf der Grundlage dieser Fundamentaldaten nicht rechtfertigen lässt.

ww) vor diesem Hintergrund hielt auch die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % nach Steuern auch für einen Stichtag im Juni 2014 (weiterhin) für plausibel und angemessen. Dahin gestellt bleiben kann, ob für spätere Zeiträume angesichts der fortgeführten Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank eine Anhebung des Kapitalisierungszinssatzes, gegebenenfalls über den Faktor Marktrisikoprämie, angezeigt erscheint.

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).

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 betrachteten 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 Vertragsprüferin sind zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor beider Gesellschaften für einen Zeitraum von zwei Jahren beziehungsweise einen verlängerten Zeitraum von fünf Jahren für - und ab dem Börsengang auch für die GSW - beobachtbar und jeweils auch statistisch signifikant ist. Dennoch hat sich die Bewertungsgutachterin dafür entschieden, eine für beide Gesellschaften einheitliche Peer Group zu bilden, die allerdings neben fünf weiteren Unternehmen auch die GSW und selbst beinhaltet. Entsprechend hat auch sowohl für die GSW als auch einen aus dieser Peer Group ermittelten unverschuldeten Betafaktor von 0,35 angesetzt.

Die Kammer hielt diese Vorgehensweise angesichts der grundsätzlich verwertbaren eigenen Betafaktoren der beiden Gesellschaften für fraglich, wobei die Bewertungsgutachterin keinerlei Begründung dafür geliefert hat, warum die am Markt ermittelbaren originären Betafaktoren von

GSW und keinen geeigneten Schätzer für das zukünftige Risiko darstellen sollten. Die Barabfindungsprüferin hat sich zwar an einer Begründung versucht, diese erscheint allerdings nur wenig überzeugend. Soweit sie ausführt, dass die künftigen Betafaktoren von GSW und nicht bekannt seien, trifft dies in gleichem Maße für die Betafaktoren der weiteren in die Vergleichsgruppe aufgenommenen Unternehmen zu. Auch das weiter aufgeführte anorganische Wachstum der vermag den Rückgriff auf die Daten anderer Unternehmen kaum zu begründen, zumal keinerlei Analyse vornimmt, aus der sich ergeben würde, dass die zum Vergleich herangezogenen Unternehmen von ihrer Struktur her besser mit der künftigen übereinstimmen als diese selbst in ihrer Geschäftsausrichtung in einem Zeitraum von zwei beziehungsweise fünf Jahren in der Vergangenheit.

cc) Aus diesem Grund stimmt die Kammer ohne Weiteres mit der Schlussfolgerung des gerichtlichen Sachverständigen überein, dass die von und gewählte Vorgehensweise nicht nachvollziehbar ist und stattdessen für die Zukunftsprognose auf die originären Betafaktoren von und GSW abzustellen ist. Auch seinen Analysen ergibt sich, dass beide Papiere Handelsumsätze von über 3 Mio. EUR pro Handelstag und nur geringe Bid-Ask-Spreads im Bereich von 0,23 % bis 0,27 % aufgewiesen haben. Damit war durchgängig von einer hohen Liquidität und einer hieraus folgenden hohen Aussagekraft auszugehen.

dd) Der Sachverständige hat im Rahmen seiner Untersuchungen zunächst die Kursentwicklungen beider Unternehmen ab dem Zeitpunkt des Börsengangs der GSW am 15. April 2011 bis zum Bewertungsstichtag untersucht und gegenübergestellt. Dabei hat er festgestellt, dass die am 20. August 2013 erfolgte Ankündigung der Antragsgegnerin, die GSW zu übernehmen, zu erheblichen Kursschwankungen der Aktie geführt hat, die mit der fundamentalwirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens in keinem Zusammenhang standen und von ihrer Schwankungsbreite her einen klaren Bruch mit der Vergangenheitsentwicklung darstellten. Vor diesem Hintergrund war die Entscheidung des Sachverständigen, den Betrachtungszeitraum für die Betafaktoren der GSW mit dem 20. August 2013 enden zu lassen, nachvollziehbar und nach Ansicht der Kammer zutreffend.

Der Sachverständige stellt weiter dar, dass die Verwendung unterschiedlicher Referenzindizes zu abweichenden Betafaktoren führt, wobei die Betas mit dem Diversifikationsgrad des Aktienindex zunehmen. Daher lassen sich aus den Daten des MSCI World Index höhere Betafaktoren für die GSW und ableiten als bei der Verwendung des rein lokalen Index CDAX. Letzterer bietet eine bessere Konsistenz zu einer auf den deutschen Aktienmarkt bezogenen Markttrisi-

koprämie, während der MSCI World der CAPM-Prämisse eines umfassend diversifizierten Anlegers näherkommt. In der Sache war daher die Entscheidung des Sachverständigen, auf die Daten des MSCI World Index zurückzugreifen gut vertretbar. Dies galt auch für die weitere Entscheidung, für die bessere Vergleichbarkeit denselben Betrachtungszeitraum zu verwenden, obwohl für wegen ihres Börsengangs bereits im Jahr 1999 auch für weiter vor dem Stichtag liegende Betrachtungszeiträume Daten verfügbar waren. Da es im vorliegenden Verfahren – auch – auf die Wertrelation beider Unternehmen ankam, war dieser Ansatz als sinnvoll anzusehen. Darüber hinaus war die Marktausrichtung der durch den Hinzuerwerb großer Portfolien in der ferneren Vergangenheit auch stärkeren Veränderungen unterworfen als diejenige der GSW.

ee) Schließlich hat der Sachverständige, auch wenn er die von und gewählte Herangehensweise zu Recht ablehnt, die in die Peer Group der Bewertungsgutachterin weiteren Unternehmen betrachtet und ist zu dem Schluss gelangt, dass die Colonia Real Estate AG durch die Investition auch in Büro- und Hotelimmobilien mit GSW und nur eingeschränkt vergleichbar ist und deren Aktie zudem nur eine relativ geringe Liquidität aufwies. Für die Deutsche Annington AG wiederum lagen nur wenige Datenpunkte vor, da deren Börsengang erst am 11. Juli 2013 stattgefunden hat.

ff) Die Verwendung von Debt Beta hielt der Sachverständige für nicht erforderlich, da die Fremdkapitalgeber bei den Gesellschaften angesichts der durchgehenden Besicherung ihrer Forderungen durch die vorhandenen Grundstücke kein messbares Risiko übernehmen.

Nach alledem war das vom Sachverständigen gefundene Ergebnis, für die GSW einen unverschuldeten Betafaktor von 0,32 und für einen solchen von 0,35 im Rahmen der jeweiligen Bewertung anzusetzen, nicht zu beanstanden.

gg) Die Kammer sah auch in Ansehung der durch das Privatgutachten von untermauerten Kritik der Antragsteller zu keine Veranlassung, von diesem Ergebnis abzuweichen.

Für den Betafaktor gilt, wie auch für die weiteren Parameter des Kapitalisierungszinssatzes, dass regelmäßig kein „falscher“ und kein „richtiger“ Ansatz existiert und daher im Einzelnen unterschiedliche Herangehensweisen denkbar sind, welche für sich jeweils als plausibel und vertretbar angesehen werden können. Dies gilt - wie oben bereits angesprochen - für die Fragen der Verwendung des eigenen Betafaktors des Bewertungsobjekts oder der Betafaktoren einer Peer Group, des Betrachtungszeitraums, der Auswahl des Referenzindex sowie eine Mehrzahl

weiterer zum Teil strittiger Fragen. Daher kann es nur darauf ankommen, eine plausible, in sich konsistente Ermittlung des Betafaktors vorzunehmen. Dieses Kriterium war durch die Analysen und Berechnungen des gerichtlichen Sachverständigen erfüllt.

Wie insbesondere für die Marktrisikoprämie gilt auch für die Herleitung des Betafaktors, dass es nicht Aufgabe der Spruchgerichte ist, in Betriebswirtschaft oder Bewertungspraxis umstrittene Fragen zu entscheiden.

Der Sachverständige hat sich umfassend mit der von geäußerten Kritik auseinandergesetzt und diese nach Ansicht der Kammer mit überzeugenden Argumenten zurückgewiesen.

Soweit die Verwendung „rollierender Betafaktoren“ wegen der vom Sachverständigen herangezogenen überlappenden Beobachtungszeiträume beanstandet, war eine Fehlerhaftigkeit dieser Methode nicht ersichtlich. Soweit man – und hier folgt die Kammer, wie oben bereits ausgeführt, der Argumentation des Sachverständigen – für beide Unternehmen denselben Zeitraum für die Messung der Betafaktoren verwendet, ist die Anzahl der möglichen Datenpunkte durch den Ausgangspunkt 15. April 2011 naturgemäß begrenzt. Insofern erscheint es angebracht, eine möglichst große Anzahl von Datenpunkten in die Betrachtung einzubeziehen, ohne dass es zu bekannten statistischen Fehlern kommt. Hierbei handelt es sich insbesondere um den sogenannten Intervalling-Effekt, wie er sich bei Wahl eines sehr kurzen Renditeintervalls wie einer täglichen Renditemessung einstellen kann. Hier kann es, wie auch Untersuchungen von selbst zeigen, sowohl zu einer negativen wie auch positiven Verfälschung des „wahren“ Betafaktors des Untersuchungsobjekts kommen. Aus diesem Grunde werden, worauf der Sachverständige zutreffend hinweist, in der Bewertungspraxis regelmäßig wöchentliche oder monatliche Renditeintervalle verwendet, um Verzerrungen zu vermeiden, wie sie etwa durch kurzfristige spekulationsbedingte Kursbewegungen hervorgerufen werden können (vgl. Tz. 89 des Ergänzungsgutachtens).

Bei der von geforderte Heranziehung von Freitagsets, handelt es sich zwar um eine in der Bewertungspraxis diskutierte Frage. Allerdings hat sich nach Kenntnis der Kammer hier jedenfalls bislang keine allgemein akzeptierte Methode herausgebildet. Der Sachverständige schildert in Tz. 76 des Ergänzungsgutachtens, dass widersprüchliche Untersuchungen zur Relevanz und zum Effekt der Wahl bestimmter Wochentagsbetas vorliegen, so dass die von verlangte Bestimmung von Datenpunkten keineswegs als in Wissenschaft oder Praxis gesicherte Methode angesehen werden kann. Aus diesem Grunde kann die Vorgehensweise des Sachver-

ständigen auch in diesem Punkt nicht als fehlerhaft gewertet werden.

Hinsichtlich der weiteren Forderung nach dem Ansatz von Debt Beta kann auf die obigen Ausführungen Bezug genommen werden. Bei bestandhaltenden Immobilienunternehmen wie der GSW und der ist regelmäßig nicht anzunehmen, dass die kreditfinanzierenden Banken als Fremdkapitalgeber neben den Eigenkapitalgebern einen Teil des nach dem CAPM Modell systematischen Risikos übernehmen. Da die Verwendung von Debt Beta nach den bisherigen Erfahrungen der Kammer auch nicht als „Standard“ bei Bewertungsfällen angesehen werden kann, kommt es auf die Analyse der Finanzierungsstrukturen im konkreten Einzelfall an. Hier hat der Sachverständige in Tz. 109 ff. seines Ergänzungsgutachtens aufgezeigt, dass die Außenverbindlichkeiten nach den Geschäftsberichten beider Gesellschaften vollständig oder zum ganz überwiegenden Teil durch Grundpfandrechte und Abtretungen von Mietzahlungen abgesichert sind. Auch lag das Verhältnis der Nettofinanzverbindlichkeiten zum Wert des Immobilienvermögens – jedenfalls in den beiden Jahren vor dem Stichtag – unterhalb des Werts von 60 %, den Pfandbriefbanken typischerweise als Beleihungsgrenze bei der Vergabe von Wohnimmobilienkrediten ansetzen. Dieses Verhältnis „verbessert“ sich im Planungsverlauf durch die Rückführung der Darlehn weiter.

Der weiter zwischen den Privatgutachtern und dem Sachverständigen geführte Streit über die methodisch zutreffende Ableitung von Debt Beta und die mathematische Auswirkung der Einbeziehung von Debt Beta in die Umrechnung von unverschuldeten in verschuldete Betafaktoren musste durch die Kammer nicht entschieden werden.

Maßgeblich war allein, dass die vom Sachverständigen gewählte Berechnungsweise nachvollziehbar und in sich stimmig war, so dass es dem Gericht möglich war, dieser zu folgen. Darüber hinaus hat der Sachverständige ausgeführt, dass die Berücksichtigung von Debt Beta für die Höhe der Abfindung und damit das Umtauschverhältnis irrelevant ist, da sich der Wert beider Unternehmen um rund 7 % verringert.

Soweit im Ergebnis zu einer wesentlich höheren Differenz zwischen den Betafaktoren von GSW und gelangt, war dies wiederum nicht unbedingt plausibel. Diesbezüglich war auch der Umstand zu berücksichtigen, dass Bewerterin und Prüferin für beide Unternehmen den identischen Ansatz eines aus einer Peer Group hergeleiteten Betafaktors für angemessen gehalten haben. Zwar ist der gerichtliche Sachverständige, wie oben erwähnt, unter Verwendung der eigenen Betafaktoren von GSW und zu einem leicht abweichenden Ergebnis gelangt. Ange-

sichts des weitgehend übereinstimmenden Geschäftsmodells und ähnlicher Verschuldungsquoten wäre aber die Annahme eines deutlich voneinander abweichender Betafaktor kaum erklärbar und damit auch nicht mehr plausibel.

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 Kapitalisierungszinssatz 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).

Der Wachstumsabschlag ist regelmäßig unternehmensbezogen, da die Möglichkeit, Kostensteigerungen auf die Abnehmerseite abzuwälzen, auch vom Geschäftsmodell sowie vom Branchenumfeld abhängig ist. Allerdings ist es in der Bewertungspraxis häufig zu beobachten, dass sich der in Gutachten angenommene individuelle Wachstumsabschlag am allgemeinen Gewinnwachstum inländischer Unternehmen orientiert.

und haben pauschal die Hälfte des Inflationsziels der EZB von 2,0 % verwendet und weiter darauf verwiesen, dass sich die in der Rechtsprechung anerkannten Inflationsraten zwischen 0 % und 2,0 % bewegen. Die Vertragsprüferin erkennt zwar, dass auch in der verlängerten Detailplanungsphase sowohl für die GSW als auch für von einem höheren Wachstum der Mieten ausgegangen wird. Sie sieht die Möglichkeit eines langfristig über 1,0 % liegenden organischen Wachstums aber durch die demografische Bevölkerungsentwicklung in Deutschland begrenzt.

Die Kammer hält diesen Ansatz aber für grundsätzlich fragwürdig, was der gerichtlichen Sachverständigen – unabhängig von dem Umstand, dass er die von Bewerterin und Prüferin im Detailplanungszeitraum angesetzten Mietsteigerungen für zu gering erachtet – bestätigt hat.

Bei bestandhaltenden Immobilienunternehmen dürfte es nämlich weder auf das durchschnittliche Gewinnwachstum deutscher Unternehmen noch auf die allgemeine Geldentwertung ankommen. Hinsichtlich der Preisentwicklung für Verbraucher ist insbesondere zu berücksichtigen, dass Mieten im betrachteten Warenkorb eine erhebliche Rolle spielen und diese damit in der allgemeinen Inflationsrate enthalten sind, diese aber zwingend nicht übersteigen können. Maßgeblich dürfte daher allein die Frage sein, in welchem Umfang sich zukünftig Mieterhöhungen durchsetzen lassen. Aus diesem Grunde war der Ansatz des Sachverständigen, für die Höhe des Wachstumsabschlags auf das langfristig feststellbare historische Mietenwachstum abzustellen,

in der Sache angemessen und plausibel. Es ist zu erwarten, dass der Wohnungsmietenindex, der für die Zeit zwischen 1995 und 2013 ein Wachstum von 1,3 % aufweist, auch langfristig mit einer entsprechenden Rate ansteigen wird. Zwischenzeitliche Entwicklungen eines stärkeren oder niedrigeren Anstiegs werden sich voraussichtlich ausgleichen, da dem Bewertungsmodell die Prämisse des unendlichen Bestehens beider Unternehmen zugrunde liegt.

11. Ergebnis

Für _____ ermittelt der gerichtliche Sachverständige zum Bewertungsstichtag einen (eigenständigen) Ertragswert von 4.151 Mio. EUR, wobei die Berechnung technisch zum 1. Januar 2014 erfolgt ist und für den Folgezeitraum bis zum 18. Juni 2014 eine Aufzinsung erfolgt ist. Wegen der Einzelheiten der Berechnung wird angesichts des Umfangs auf die in der Tz. 866 des Hauptgutachtens eingeblendeten Tabellen Bezug genommen.

Einschließlich der Sonderwerte, die zum ganz überwiegenden Teil aus der Beteiligung an der GSW bestehen, ergibt sich ein Gesamtunternehmenswert von 7.261 Mio. EUR. Umgerechnet auf die Anzahl der Aktien der _____ ergab sich hieraus ein Wert je Stückaktie in Höhe von 25,37 EUR.

Für die GSW Immobilien AG hat der Sachverständige zum maßgeblichen Bewertungsstichtag einen Konzern-Ertragswert in Höhe von insgesamt 3.334 Mio. EUR ermittelt. Auf die in Tz. 1313 des Hauptgutachtens eingeblendete Tabelle wird wegen der Einzelheiten der Ermittlung verwiesen. Auf die einzelne Stückaktie der GSW bezogen folgte hieraus ein Wert je Stückaktie in Höhe von 59,27 EUR.

12. Plausibilisierung der Ertragswerte

a) NAV/Fair Value

Soweit die Antragsgegnerin einwendet, die erhebliche Wertdifferenz zwischen dem NAV und dem vom gerichtlichen Sachverständigen ermittelten Ertragswert – insbesondere für die GSW – spreche gegen die Plausibilität der Berechnungen des Sachverständigen, hielt die Kammer dies nicht für durchgreifend.

Zwar kommt der NAV als Bewertungsmethode – und damit auch zur Plausibilisierung bei be-

standshaltenden Immobilienunternehmen grundsätzlich in Betracht.

Anders als bei operativ tätigen Dienstleistungs- oder Industrieunternehmen, bei denen Synergieeffekte oder immaterielle Werte generiert werden können, wird bei Immobiliengesellschaften der Wert maßgeblich durch die Wertentwicklung der Liegenschaften bestimmt. Bei vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaften stehen die isolierten Vermögensgegenstände im Vordergrund, so dass der Wert sich im Wesentlichen als Summe der einzelnen Verkehrswerte der Immobilien darstellt. In einem solchen Fall kann es nicht zu beanstanden sein, die Schätzung des Unternehmenswertes auf der Grundlage des NAV vorzunehmen, da keine generellen Bedenken gegen die Anwendung dieser (international anerkannten) Bewertungsmethode bestehen (vgl. in diesem Sinne auch OLG Frankfurt, NZG 2017, 622, 623).

Allerdings werden gegen die Verwendung des NAV im Abfindungskontext auch Bedenken erhoben, welche im von der gerichtlichen Sachverständigen verfassten Aufsatz in BewP 2012, 102 ff. zusammengefasst sind. Die dort aufgezeigten Probleme des NAV zeigen, dass bereits bei der Wahl der Bewertungsmethode eine Einzelfallbetrachtung stattzufinden hat. So dürfte sich der NAV weniger eignen, den vollständigen Unternehmenswert abzubilden, wenn aus der Art der Bestandhaltung Synergieeffekte zu erwarten sind, steuerliche Verlustvorteile realisiert werden können oder erhebliches freies Vermögen vorhanden ist, welches an die Anteilseigner ausgeschüttet werden könnte. Die in dieser Aufzählung enthaltenen wertrelevanten Komponenten werden bei einem reinen NAV-Kalkül nämlich nicht berücksichtigt.

Aus diesem Grunde erscheint der NAV, bei dem es sich letztlich um einen Liquidationswert auf der Basis sämtlicher Einzelvermögensgegenstände der Gesellschaft handelt, vorliegend als Bewertungsmethode wenig geeignet, da zum einen sowohl bei der GSW als auch bei der am Bewertungsstichtag erhebliche steuerliche Verlustvorträge vorhanden waren und zum anderen auch Synergieeffekte in den Ertragswert eingeflossen sind. Darüber hinaus handelt es sich bei dem von für die einzelnen Immobilien der Gesellschaften ermittelten NAV um synthetische Werte, die unter Verwendung eines pauschalen - und dabei zu hohen - Kapitalisierungszinssatz ermittelt worden sind (s. Hauptgutachten Tz. 1456). Schließlich werden von den Immobilienbewertern regelmäßig pauschale Bewirtschaftungskosten angesetzt und nicht diejenigen, welche bei der gegenwärtigen Eigentümerin tatsächlich anfallen.

Auch zur von der Antragsgegnerin vorgenommenen (negativen) Plausibilisierung der vom gerichtlichen Sachverständigen ermittelten Ertragswerte nicht herangezogen werden.

Der von festgestellte Fair Value ist nämlich auch nach dem eigenen Dafürhalten der Antragsgegnerin ganz offensichtlich nicht als plausible Obergrenze für den Wert beider Gesellschaften tauglich, so dass sich auch aus diesem Blickwinkel keine durchgreifenden Bedenken gegen das Ergebnis des gerichtlichen Sachverständigen herleiten lassen. Dies folgt bereits aus dem Umstand, dass für den im Bewertungsstichtag vorgesehenen Verkauf eines Teilportfolios deutlich höhere Verkaufserlöse in die Planung eingestellt hat als sich aus den Werten von herleiten ließe. Das entsprechende Delta betrug für in Berlin belegene Objekte nach den Feststellungen des Sachverständigen bis zu 47 %. Insoweit bestätigt die Antragsgegnerin letztlich selbst, dass sich bei einer individualisierten Betrachtung der einzelnen von ihr gehaltenen Bestände deutlich höhere Werte ergeben können als bei der pauschalen Bewertung durch Entsprechendes gilt dann natürlich auch für das Immobilienportfolio der GSW.

Der gerichtliche Sachverständige hat in seinem Ergänzungsgutachten vom 3. November 2020 auch ergänzend aufgezeigt, dass die von der Antragsgegnerin aufgestellte Behauptung, der NAV von bestandhaltenden Immobiliengesellschaften liege regelmäßig über dem Börsenkurs, im Fall beider Gesellschaften für den Zeitraum zwischen dem 15. April 2011 und 15. Dezember 2018 nicht zutrifft (vgl. Ergänzungsgutachten Tz. 22). Vielmehr lag sowohl bei der GSW als auch bei der der Börsenkurs im Zeitablauf rund 30 % beziehungsweise 13 % höher als der NAV. Dies zeigt, dass offensichtlich bei großen Bestandhaltern der Markt des Ertragspotenzial höher einschätzt als dies im NAV reflektiert wird und daher die Annahme eines (deutlich) höheren Ertragswerts im Verhältnis zum NAV nicht abwegig oder unplausibel erscheint.

b) Börsenkurs

Aus der Börsenkursrelation der Aktien von und GSW folgte kein „besseres“ Umtauschverhältnis für die Antragsteller als bei der Heranziehung der Ertragswerte beider Gesellschaften. Dies war unabhängig von der Wahl des Referenzzeitraums der Fall:

So betrug die durchschnittliche Börsenkursrelation von GSW zu im Zeitraum 15.4.2011 (Börsengang der GSW) bis zum 18.6.2014 (Bewertungsstichtag) nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen 2,21. Wird nur der Zeitraum vor der Bekanntgabe der Übernahme der GSW durch (15.4.2011 bis 19.8.2013) betrachtet, lässt sich eine durchschnittliche Börsenkursrelation von 2,19 ermitteln.

Bei einer Betrachtung des für die Festlegung des maßgeblichen Börsenkurses in Abfindungsfällen regelmäßig betrachteten Zeitraums von drei Monaten vor der öffentlichen Bekanntgabe der beabsichtigten Strukturmaßnahme, sinkt die Relation weiter. Der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs gemäß § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO wurde gemäß einer dem Sachverständigen erteilten Auskunft der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vom 24. August 2017 für die GSW mit 29,54 Euro und für () mit 14,46 Euro ermittelt. Die Börsenkursrelation beträgt aufgrund dieser Daten damit 2,04.

Aus diesem Grund konnte dahinstehen, ob das Verhältnis der Börsenkurse beider Gesellschaften vom Grundsatz her für die Bestimmung der Höhe des Umtauschverhältnisses geeignet ist. Zwar hat der Bundesgerichtshof diese Frage in einer aktuellen Entscheidung bejaht (Beschluss vom 21. Februar 2023, II ZB 12/21), dort allerdings – lediglich – festgestellt, dass Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre im Sinne des § 305 AktG anhand des Börsenwerts der Gesellschaft bestimmt kann. Die Begründung enthält hingegen keine Festlegungen des BGH in dem Sinne, dass die im dortigen Fall vom OLG Frankfurt angewendete „marktorientierte“ Bewertung unter alleiniger Heranziehung der Börsenkurse anderen Bewertungsmethoden überlegen und daher vorzugswürdig ist.

Vielmehr betont der BGH, dass die Wahl, welche von mehreren im konkreten Fall zulässigen Berechnungsweisen am besten geeignet ist, den Unternehmenswert abzubilden, als Teil der Tatsachenfeststellung dem Tatrichter obliegt. Da jede Wertermittlung mit zahlreichen Prognosen, Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen verbunden sei, die jeweils nicht auf Richtigkeit, sondern nur auf Vertretbarkeit gerichtlich überprüfbar sind, könne keine Bewertungsmethode den Wert der Unternehmensbeteiligung exakt berechnen, sondern jeweils nur rechnerische Ergebnisse liefern, die Grundlage und Anhaltspunkt für die Schätzung des Gerichts nach § 287 Abs. 2, 1 ZPO bilden (vgl. BGH, a.a.O., Tz. 17 zitiert nach juris). Insoweit ist das erkennende Gericht auch nicht an die vom Abfindungsverpflichteten gewählte Bewertungsmethode gebunden. Insbesondere besteht von Seiten der Antragsteller kein Vertrauensschutz im Hinblick auf die im Spruchverfahren vom Gericht für zutreffend beziehungsweise angemessen gehaltene Methode (vgl. BGH, a.a.O., Tz. 25).

Damit betont der BGH zum einen die im Rahmen von Spruchverfahren gegebene Methodenoffenheit bei der Feststellung der den Minderheitsaktionären zustehenden Kompensation und zum anderen die insoweit bestehende Wahlfreiheit der Spruchgerichte. Allerdings war auch zu berücksichtigen, dass der BGH im Rahmen der Rechtsbeschwerde (nur) die rechtliche Vertretbarkeit

der vom Ausgangsgericht gewählten Methode zu beurteilen, nicht aber eine eigenständige Entscheidung über deren Zweckmäßigkeit zu treffen hatte.

Bereits vor diesem Hintergrund sah die Kammer keine Notwendigkeit, im vorliegenden Fall von der sowohl von der Bewerterin, der Vertragsprüferin als auch vom gerichtlichen Sachverständigen angewandten Ertragswertmethode abzuweichen und die Börsenkurse von GSW und als maßgeblich für die Höhe der Abfindung und/oder der Ausgleichszahlung zu halten.

Auch unter Berücksichtigung der von der Vertragsprüferin und dem gerichtlichen Sachverständigen mitgeteilten Daten lag der Schluss nicht nahe, dass die Börsenkurse beider Unternehmen deren Wertrelation „besser“ abbilden könnten als die vom gerichtlichen Sachverständigen ermittelten Ertragswerte. So war nach den Feststellungen der Vertragsprüferin in den 59 Handelstagen vor der Bekanntgabe der Absicht zum Abschluss eines Beherrschungsvertrages zwar für die Aktien beider Unternehmen ein dauerhafter Handel gegeben. Allerdings schwankte vor allem der Kurs der GSW-Aktie in diesem relativ kurzen Zeitraum zwischen 26,75 EUR und 33,38 EUR und damit immerhin um fast 25 %. Die Bewegungen des Börsenkurses der im selben Zeitraum waren mit Werten von 31,19 EUR und 32,70 EUR, entsprechend knapp 5 %, deutlich geringer, allerdings gegenläufig zum Kurs der GSW-Aktie. Dementsprechend ergab sich für einzelne Zeitpunkte im Betrachtungszeitraum ein Umtauschverhältnis, welches sich zwischen 1,91 und 2,46 bewegte. Damit war nicht zu erkennen, dass die Marktteilnehmer im genannten Zeitraum eine einheitliche Vorstellung von der Wertrelation beider Unternehmen hatten, welche eine höhere „Richtigkeitsgewähr“ für sich in Anspruch nehmen könnte als die gleichfalls mit Unsicherheiten behafteten Prognosen des Ertragswertverhältnisses.

Nach Auffassung der Kammer sprach trotz der sich ergebenden niedrigeren Höhe jedenfalls nichts gegen die Plausibilität der sich aufgrund der Ertragsrelation ergebenden Werte. Dies ist auch von der Bewertungsgutachterin und der Vertragsprüferin nicht anders gesehen worden. Ebenso hat der gerichtlich bestellte Sachverständige keinen Grund gesehen, das von ihm gefundene Ergebnis zu hinterfragen und gegebenenfalls abzuändern.

Gänzlich unerheblich waren Einwendungen von Antragstellerseite, dass die GSW zum Zeitpunkt des Abschlusses des Beherrschungsvertrages „führungslos“ und daher unterbewertet gewesen sei. Es liegt in der Natur der Sache, dass Börsenkurse schwanken können. Zudem kann nur auf beobachtbare Kurse abgestellt werden, nicht aber auf fiktive Kurse, die sich unter der Annahme alternativer ökonomischer Voraussetzungen ergeben hätten. Insoweit ist schlechthin

nicht ersichtlich, wie derartige Kurse sollten berechnet werden können.

c) Freiwilliges Übernahmeangebot

Schließlich war auch das freiwillige öffentliche Übernahmeangebot der Antragsgegnerin vom 20. August 2013 nicht geeignet, Zweifel an der Angemessenheit der vom gerichtlichen Sachverständigen ermittelten Ertragswerte hervorzurufen. Zum einen stammt dieses Angebot vom 20. August 2013, so dass zwischen diesem Datum und dem Bewertungsstichtag ein Zeitraum von fast 10 Monaten liegt. Zum anderen ist es üblich, dass beim Erwerb einer Anteilsmehrheit an einem Zielunternehmen ein Wertaufschlag gewährt wird, da für dessen Anteilseigner sonst kein deutlicher Anreiz zur Veräußerung ihrer Aktien bestehen würde. Schon vor diesem Hintergrund war nicht ersichtlich, dass das von der Antragsgegnerin im Rahmen ihres Angebots gewährte Umtauschverhältnis von 1:2,55 eine irgendwie geartete „Richtigkeitsgewähr“ für sich in Anspruch nehmen könnte, welche Auswirkungen auf das Ergebnis im hiesigen Spruchverfahren hätte haben können.

13. Umtauschverhältnis

Nach alledem ergab sich trotz der umfangreichen Analysen des gerichtlichen Sachverständigen und der von diesem vorgenommenen Änderungen am von der Bewertungsgutachterin entwickelten Modell keine Erhöhung der in § 5 des Beherrschungsvertrages festgelegten Umtauschverhältnisses von 2,33 Stückaktien der für je eine Stückaktie der GSW:

Unternehmenswerte		
	7.261	4.392
GSW	3.359	1.989
Währungsangaben in Mio. Euro		
Anzahl der Aktien		
	286.216.731	
GSW	56.676.960	
Umtauschverhältnis		
Unternehmenswert je Aktie	25,37 €	15,35 €
Unternehmenswert je Aktie GSW	59,27 €	35,10 €
Umtauschverhältnis	2,34	2,29

Das vom Sachverständigen rechnerisch ermittelte Umtauschverhältnis von 2,34 weicht von der vertraglich vorgesehenen Abfindung nur so geringfügig ab, dass diese nicht als unangemessen angesehen werden kann. Aus diesem Grunde war es auch nicht geboten, wie von einige Antragstellern gefordert, eine bare Zuzahlung festzusetzen.

Das vom Sachverständigen gefundene Ergebnis war folgerichtig, da sich nach seinem Bewertungsmodell nicht nur die Mieteinnahmen der GSW gegenüber der Ursprungsbewertung durch ansteigen, sondern auch diejenigen der Darüber hinaus partizipiert durch ihre Beteiligung an der GSW in Höhe von 92 % fast linear an einer Werterhöhung dieser Gesellschaft.

Soweit die Antragsteller zum Teil der Auffassung sind, dass ein Verhältnis von 1:2,75 angemessen sei, führt der gerichtliche Sachverständige deutlich aus, dass sich ein solches nur unter der Annahme völlig unrealistischer Planwerte auf Seiten der GSW ergeben könnte.

14. Ausgleichszahlung

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag für die außenstehenden Aktionäre, die nicht aus der Gesellschaft ausscheiden wollen, einen angemessene-

nen Ausgleich durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Der Ausgleich soll den Verlust des mitgliedschaftlichen Dividendenrechts kompensieren, der infolge eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag dadurch entsteht, dass das Dividendenrecht leerläuft (vgl. MünchKomm/Bilda, AktG, 3. Aufl., Rz. 7 zu § 304 AktG). Wirtschaftlich tritt der Ausgleich an die Stelle der jetzt nicht mehr geschuldeten Dividende.

a) Als Ausgleichszahlung ist mindestens die jährliche Höhe des Betrages zuzusichern, der nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihrer künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angemessener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnanteil auf die einzelne Aktie verteilt werden könnte, § 304 Abs. 2 AktG. Die künftigen Erträge finden ihren Niederschlag im Ertragswert des Unternehmens (vgl. auch KölnKomm/Koppensteiner, AktG, 3. Aufl., Rz. 50 zu § 304 AktG), welcher unter Berücksichtigung des zeitlichen Anfalls das Ausschüttungspotenzial des Unternehmens auf seine Anteilseigner repräsentiert. Entscheidend ist vor allem die zukunftsorientierte Betrachtung, weil die Aktionäre so gestellt werden sollen, als ob der Unternehmensvertrag nicht bestünde (vgl. Hüffer, AktG, 11. Aufl., Rz. 8 zu § 304 AktG).

b) Ausgangspunkt für die Berechnung der Höhe der zu leistenden Ausgleichszahlung ist der im Rahmen des § 305 AktG für die Barabfindung festgelegte Ertragswert (vgl. BGH, NJW 2003, 3272 –Ytong), auf dessen Grundlage der Ausgleich durch die Verrentung des Unternehmenswerts ermittelt wird. Hierdurch wird dem Umstand Rechnung getragen, dass auch bei der Garantie von fixen Leistungen durch die Obergesellschaft in fernerer Zukunft erfolgende Zahlungen weniger wert sind als solche, die in der unmittelbaren Zukunft stattfinden.

c) Die Höhe der Ausgleichszahlung konnte vorliegend ohne weiteres aus dem für die Höhe der Abfindung maßgeblichen Wert abgeleitet werden. Zwar finden sich in diesem Betrag Thesaurierungen wieder, bei denen es sich grundsätzlich um freie Rücklagen handelt. Da diese jedoch fiktiv den Anteilseignern zugerechnet werden, war es nicht erforderlich, für den Zweck der Feststellung der Höhe des Ausgleichs ein gesondertes Vollausschüttungsszenario zu berechnen.

d) Der Beherrschungsvertrag zwischen der und der GSW sieht in § 7 eine unbestimmte Laufzeit vor, so dass sich auch kein zeitliches Missverhältnis zwischen der Bestimmung der Höhe der Ausgleichszahlung und der Höhe des Ertragswerts ergibt, da dieser auf der Grundlage einer „unendlichen“ Lebensdauer der GSW ermittelt worden ist.

d) In seiner Grundsatzentscheidung vom 21. Juli 2003 (NZG 2002, 1017 ff. –Ytong) führt der Bundesgerichtshof aus, dass den außenstehenden Aktionären als fester Ausgleich der voraussichtlich verteilungsfähige durchschnittliche Bruttogewinnanteil je Aktie abzüglich der von der Gesellschaft hierauf zu entrichtenden Körperschaftssteuer in Höhe des jeweiligen Steuertarifs zuzusichern ist. Diesbezüglich wird erläutert, dass als erwirtschafteter Gewinn das Ergebnis vor Körperschaftssteuer anzusehen ist, von der die Körperschaftssteuerbelastung in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist.

e) Bei der Berechnung des angemessenen Ausgleichs ist danach auf den Bruttogewinnanteil je Aktie abzustellen. Bei dem nachfolgenden Abzug der gesetzlich vorgegebenen Körperschaftssteuer muss zudem auch die gesetzlich bestimmte Höhe des Solidaritätszuschlages berücksichtigt werden (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156).

f) Im Rahmen der Verrentung des Unternehmenswerts hielt die Kammer die von und angewandte Methode der Verwendung eines Mischzinses auf Basiszinssatz und hälftigem Risikozuschlag für angemessen.

Der Ausgleich soll gewährleisten, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der ohne den Beherrschungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und damit risikobehaftet, was im Rahmen der Unternehmensbewertung mittels des Kapitalisierungszinssatzes dargestellt ist.

aa) Eine Anwendung des für die Berechnung der Abfindung herangezogenen Kapitalisierungszinssatzes in voller Höhe ist – entgegen der von mehreren Antragstellern geäußerten gegenteiligen Ansicht – nicht geboten. Die weiterhin ihren Anteil haltenden Minderheitsaktionäre sind während der Dauer des Unternehmensvertrages nicht mit dem Risiko schwankender Dividenden belastet, sondern erhalten eine ihrer Höhe nach feststehende Ausgleichszahlung.

Da der Ausgleichsbetrag garantiert ist und durch die Verlustübernahme nach § 302 AktG sogar abgesichert ist, besteht ein geringeres Risiko als hinsichtlich der Dividende bestanden hätte. Der Ausgleichsbetrag fließt den Aktionären somit kontinuierlich und verlässlich zu, während die Dividende sich auch deutlich verringern oder ausbleiben kann. Deshalb führte auf längere Sicht die Verrentung des risikoarmen Ausgleichs mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz zu einem voraussichtlich höheren Ergebnis als die Anteilseigner bei Erhalt der Dividende ohne den Beherr-

schungsvertrag erhalten hätten.

bb) Allerdings sind die aus Unternehmensverträgen an die Minderheitsaktionäre zu leistenden Zahlungen tatsächlich nicht sicher, sondern gleichfalls mit Risiken behaftet. So besteht bei einem Beherrschungsvertrag grundsätzlich das Risiko der Vertragsbeendigung mit der sich anschließenden Frage, in welcher wirtschaftlichen Verfassung sich das beherrschte Unternehmen befindet. Im Fall einer nachhaltigen Schwächung der Ertragskraft des Unternehmens während der Vertragslaufzeit besteht die Unternehmensbeteiligung an einem im Wert geminderten Unternehmen fort. Darüber hinaus trägt der Minderheitsaktionär das Bonitätsrisiko des Mehrheitsaktionärs als dem Schuldner der Ausgleichszahlung.

cc) Diese Risiken können nach Ansicht der Kammer aber nicht den Unwägbarkeiten gleichgesetzt werden, die mit der ungeschmälernten wirtschaftlichen Beteiligung an einem arbeitenden Unternehmen und der entsprechenden Unsicherheit verbunden sind, ob und in welcher Höhe es zu Zuflüssen an die Aktionäre kommt. Der Verringerung des Risikos ist durch einen geringeren Risikozuschlag beim Verrentungszins Rechnung zu tragen, wobei davon auszugehen ist, dass es sich bei dem abgeschlossenen Unternehmensvertrag nicht nur um eine vorübergehende Maßnahme handelt. Die Abbildung des reduzierten Risikos erfolgt in der Bewertungspraxis üblicherweise (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 16. Juli 2010 - 5 W 53/09; OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 - 5 W 52/09; OLG München, AG 2008, 28, 32) pauschaliert durch die Bildung eines Mittelwertes aus dem risikolosen Basiszins und dem Kapitalisierungszins. Diese sachgerechte Erfassung der geringeren Gefahr gegenüber schwankenden oder gänzlich ausbleibenden Dividendenzahlungen stellt keine Ungerechtigkeit zulasten der außenstehenden Aktionäre dar. Im Gegenteil würde die Vernachlässigung dieses gesunkenen Risikos dazu führen, dass die Ausgleichszahlung gegenüber der baren Abfindung zu hoch ausfiele und damit zu einer Benachteiligung der Aktionäre führte, die in dem nunmehr beherrschten Unternehmen nicht verbleiben möchten.

dd) Soweit sich einige Antragsteller für ihre gegenteilige Auffassung auf die oben bereits angesprochene Ytong-Entscheidung des BGH beziehen, lässt sich aus dieser nach Ansicht der Kammer aber gerade nicht der Schluss ziehen, dass bei der Verrentung im Rahmen des § 304 AktG regelmäßig der Kapitalisierungszinssatz in ungeschmälerter Höhe Verwendung finden muss. Zwar ist die Berechnung im vom BGH entschiedenen Fall mit dem vollen risikoadjustierten Zinssatz erfolgt. Zum einen spielte der Risikozuschlag im Verhältnis zum Basiszins keine wesentliche Rolle. Zum anderen hat sich der Senat in seiner Entscheidung nicht näher mit der rechtlich

gebotenen Art und Weise der Berechnung des angemessenen Verrentungszinssatzes auseinandergesetzt. Offensichtlich stand diese Frage im konkreten Sachverhalt nicht im Streit.

Aufgrund der zutreffenden Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen ergibt sich gegenüber der den Minderheitsaktionären der GSW vertraglich zugesicherten Ausgleichszahlung von 1,66 EUR brutto eine deutliche Erhöhung auf 2,58 EUR brutto je Stückaktie. Diese beruht auf dem gegenüber dem Bewertungsgutachten höheren Ertragswert der GSW, da sich der geringere Verrentungszinssatz bei der Berechnung der Ausgleichszahlung – anders als bei der Ermittlung des Ertragswerts – dämpfend auswirkt:

Verrentung des Abfindungswertes

Ansatz des hälftigen Risikozuschlags gem. Bewertungspraxis

GSW Unternehmenswert je Aktie	EUR	59,27
Basiszinssatz nach Einkommensteuer		1,83%
Hälftiger Risikozuschlag gem. CAPM nach Est		0,87%
Verrentungszinssatz nach Est		2,59%
jährliche Ausgleichszahlung je Aktie nach Est	EUR	1,60
Abgeltungsteuer 25 % zzgl. SolZ	EUR	0,57
jährliche Ausgleichszahlung je Aktie vor Est	EUR	2,17
Körperschaftsteuer 15 % zzgl. SolZ	EUR	0,41
jährliche Bruttoausgleichszahlung je Aktie	EUR	2,58

f) Dem Anteilseigner muss nach Abzug der persönlichen Einkommenssteuer ein Betrag verbleiben, der dem Wert eines durchschnittlich auszuschüttenden Gewinnanteils entspricht. Dies entspricht vorliegend einem Betrag von 2,17 € je Stückaktie der GSW. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs hat eine Bereinigung um die Auswirkungen der Körperschaftsteuer stattzufinden, so dass sich eine vom jeweils geltenden Steuersatz unabhängige, konstante jährliche Bruttoausgleichszahlung ergibt. Diese ist nach den Berechnungen des Sachverständigen mit 0,41 € zu beziffern, so dass sich eine Bruttoausgleichszahlung von 2,58 € ergibt.

16. 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). Da sich jedenfalls hinsichtlich der Ausgleichszahlung eine deutliche Anhebung ergeben hat und keiner der Antragsteller sein Rechtsschutzbegehren auf eine isolierte Verbesserung des Umtauschverhältnisses gerichtet hat, entsprach die Anordnung einer Erstattung der Billigkeit.

17. 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.

Bezieht sich ein Spruchverfahren, wie vorliegend, sowohl auf die Bestimmung der Abfindung als auch des Ausgleichs, ist der Geschäftswert nicht mit der Summe der beiden Teilwerte für beide Verfahrensgegenstände identisch. Vielmehr gilt dann nach ganz überwiegender und in der Sache zutreffender Ansicht allein der höhere Teilwert (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 693, 697;

MünchKomm/Kubis, AktG, 4. Aufl., Rz. 5 zu § 15 SpruchG; Drescher in Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl., Rz. 5 zu § 15 SpruchG).

Hierbei kommt es auf das Interesse aller außenstehenden, von dem Unternehmensvertrag betroffenen Aktionäre an, das in dem Differenzbetrag zwischen der angebotenen und der angemessenen Kompensationszahlung seinen Ausdruck findet (vgl. OLG München, Beschluss vom 30. November 2006 - 31 Wx 59/06 -, Juris Rn. 62; BayObLG, AG 1996, 276; OLG Stuttgart, AG 2001, 314; OLG Hamburg, NZG 2001, 471). Betroffen von dem Unternehmensvertrag waren insgesamt 4.522.531 außenstehender Aktien, die sich nicht im Besitz der Antragsgegnerin befanden. Das Spruchverfahren hat zu einer Erhöhung der Netto-Ausgleichszahlung um 0,77 EUR pro Aktie geführt. Bei der Wertfestsetzung in Bezug auf die Erhöhung des Ausgleichs war § 52 Abs. 3 GNotKG heranzuziehen, da es sich um wiederkehrende Zahlungen handelt. Danach ist zunächst der Netto-Jahreswert zu ermitteln. Anschließend ist dieser nach § 52 Abs. 3 S. 2 GNotKG mit dem 10-Fachen zu multiplizieren, soweit der Unternehmensvertrag – wie hier – keine feste Laufzeit besitzt und es sich deswegen um ein Bezugsrecht von - theoretisch - unbeschränkter Dauer handelt. Hieraus folgt unter Berücksichtigung der insgesamt betroffenen Aktien mit Blick auf den angemessenen Ausgleich ein Geschäftswert in Höhe von 34.823.488,70 EUR. Dieser Betrag wird durch die Höchstgrenze gemäß § 74 GNotKG auf 7,5 Mio. EUR begrenzt.

Da es in Bezug auf das Umtauschverhältnis zu keiner Erhöhung gekommen ist, wäre insoweit der Mindestwert anzusetzen gewesen. Wenn aber - wie vorliegend - dieselbe Strukturmaßnahme zugrunde liegt und - wie üblich - die Bestimmung des angemessenen Ausgleichs sowie der angemessenen Abfindung innerhalb eines Verfahrens erfolgt, ist der höhere Teilwert anzusetzen (vgl. auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 18. Dezember 2014, 21 W 34/12, BeckRS 2015, 03064 noch zur alten Rechtslage, an der sich unter der Geltung des § 74 GNotKG in der Sache jedoch nichts geändert hat). Dies führt hier zu einem einheitlichen Geschäftswert in Höhe von 7,5 Mio. EUR.

18. 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 die Entscheidung findet das Rechtsmittel der **Beschwerde** statt. Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn der Wert des Beschwerdegegenstandes 600 Euro übersteigt (§ 61 Abs. 1 FamFG)

Die Beschwerde ist binnen einer Notfrist von einem Monat (Beschwerdefrist) bei dem

Landgericht Berlin
Littenstraße 12-17
10179 Berlin

einzu legen.

Die Notfrist 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.

Liegen die Erfordernisse der Nichtigkeits- oder Restitutionsklage vor, so kann die Beschwerde auch nach Ablauf der genannten Frist innerhalb der für diese Klagen geltenden Fristen erhoben werden.

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 einem der Gerichte, bei denen 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.