

Landgericht München I

Az. 5HK 20672/14



In dem Spruchverfahren



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen durch Vorsitzen-
den Richter am Landgericht | Handelsrichter | und Handelsrichter
| nach mündlicher Verhandlung vom 15.10.2015 am 25.4.2016 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin gemäß Ziffer 7.1 des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Pulsion Medical Systems SE und der zu zahlende Barabfindung wird auf € 18,27 festgesetzt. Der Betrag ist ab dem 4.10.2014 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz unter Berücksichtigung bereits geleisteter Zahlungen zu verzinsen.
- II. Die Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs werden zurückgewiesen.
- III. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- IV. Der Geschäftswert für das Verfahren sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin an den gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre zu zahlende Vergütung werden auf € 2.221.601,36 festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Antragsgegnerin und die Pulsion Medical Systems SE (im Folgenden auch: Pulsion SE oder die Gesellschaft) schlossen am 3.7.2014 einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag, aufgrund dessen Ziffer 1.1 die Pulsion SE ihre Gesellschaft der Antragsgegnerin unterstellte, die demgemäß berechtigt sein sollte, den Verwaltungsrat und/oder dem Geschäftsführenden Direktor der Pulsion SE hinsichtlich der Leitung der Gesellschaft allgemein oder auf den Einzelfall bezogene Weisungen zu erteilen und zu deren Befolgung der Verwaltungsrat und der Geschäftsführende Direktor verpflichtet wurden. In Ziffer 3.1 des Vertrages verpflichtete sich die Gesellschaft zur Abführung ihres ganzen Gewinns, höchstens jedoch den ohne die Gewinnabführung entstehenden Jahresüberschuss – vermindert um einen Verlustvortrag aus dem Vortrag sowie um den gegebenenfalls nach § 300 AktG in die gesetzliche Rücklage einzustellenden Betrag – an die Antragsgegnerin. Diese wiederum verpflichtete sich in Ziffer 4. zur Verlustübernahme gem. § 302 AktG in der jeweils gültigen Fassung ab dem Geschäftsjahr der Gesellschaft, in dem der Vertrag wirksam wird.

In Ziffer 6.2 des Vertrages verpflichtete sich die Antragsgegnerin, den außenstehenden Aktionären der Pulsion SE ab dem Geschäftsjahr der Gesellschaft, in dem der Anspruch der Antragsgegnerin auf Gewinnabführung gemäß Ziffer 3 des Vertrages wirksam wird, für die Dauer dieses Vertrages als angemessenen Ausgleich eine jährliche Barausgleichszahlung („Ausgleich“) nach § 304 AktG zu bezahlen. Als Höhe des Ausgleichs legte der Vertrag für jede auf den Inhaber lautende Aktie der Pulsion SE mit einem rechnerischen Anteil am Grundkapital von jeweils € 1,-- jeweils € 1,02 brutto abzüglich des Betrages etwaiger Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag nach dem jeweils für diese Steuern für das betreffende



Geschäftsjahr geltenden Steuersatz fest. Alternativ zu dieser Ausgleichszahlung verpflichtete sich die Antragsgegnerin in Ziffer 7.1 des Vertrages, auf Verlangen eines jeden außenstehenden Aktionärs der Gesellschaft dessen Pulsion SE-Aktien gegen eine Barabfindung in Höhe von € 17,03 je Aktie zu erwerben.

Die Hauptversammlung der über ein in 8.250.000 nennwertlose Inhaberstückaktien eingeteiltes Grundkapital von € 8,25 Mio. verfügenden Pulsion SE, deren Unternehmensgegenstand im Wesentlichen in der Entwicklung, der Herstellung und dem Vertrieb von medizinischen Geräten, medizinischen Einmal-Artikeln, Diagnostika und Therapeutika sowie dem Erwerb von Gesellschaften, Gesellschaftsbeteiligungen oder des Vermögens von Gesellschaften oder sonstigen Dritten, die auf diesem Gebiet oder auf einem sich überschneidenden oder vergleichbaren Gebiet tätig sind, liegt, stimmte dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag am 14.8.2014 zu.

Die Antragsgegnerin hatte im Vorfeld dieser Maßnahme im Rahmen eines freiwilligen öffentlichen Übernahmeangebots zu einem Preis von € 16,90 je Aktie sowie vorgelagerter und zeitlicher Erwerbsangebote zum identischen Erwerbspreis rund 78 % der Aktien der Pulsion SE im Wesentlichen im Verlauf des ersten Halbjahres des Jahres 2014 erworben. Am 17.2.2014 veröffentlichte die Antragsgegnerin die erste Schlussbekanntmachung (Anlage AG 12), in der sie darauf verwies, nach Abschluss des Angebots einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag mit der Zielgesellschaft Pulsion SE abzuschließen und einem Beschluss über die Zustimmung zu diesem Vertrag in der Hauptversammlung der Pulsion SE zuzustimmen; zugleich teilte die Antragsgegnerin mit, dass sie zum Ablauf der Annahmefrist am 12.2.2014 mehr als 78 % des Grundkapitals und der Stimmrechte der Pulsion SE halte. In einem Zeitraum von drei Monaten vor dem 17.2.2014 belief sich der von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ermittelte gewichtete Drei-Monats-Durchschnittskurs auf € 17,03 je Aktie der Gesellschaft.



- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 14.8.2014 erstattete die vom Vorstand der Antragsgegnerin und dem Verwaltungsrat der Pulsion SE beauftragte
- (im Folgenden:

eine gutachtliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswerts der Pulsion SE (Anlage AG 2), den sie mit € 133,725 Mio. veranschlagte. In Anwendung der Ertragswertmethode gingen die Bewertungsgutachter von einer die Jahre 2014 bis 2019 umfassenden Detailplanungsphase aus, an die sich ab den Jahren 2020 ff. die Ewige Rente anschloss; dabei wurden die für die Ermittlung des nachhaltigen Ertrags aus in diesem Zeitraum anzusetzenden Umsatzerlöse ebenso wie bei den Aufwendungen die Zahlen des letzten Jahres der Detailplanungsphase mit einer Wachstumsrate von 1,25 % fortgeschrieben, woraus sich eine nachhaltige Bruttomarge von 65,7 % sowie eine nachhaltige EBIT-Marge von 24,3 % ergab. Bei der Kapitalisierung der Ergebnisse setzten die Bewertungsgutachter einen einheitlichen Basiszinssatz von 2,5 % vor Steuern an. Der unter Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag wurde unter Berücksichtigung des Finanzierungsstrukturrisikos der Gesellschaft auf 4,91 % in 2014, 4,71 % in 2015, 4,58 % in 2016, 4,43 % in 2017, 4,27 % in 2018, 4,09 % in 2019 sowie auf 3,94 % im Terminal Value festgesetzt. Ausgangspunkt dieses Ansatzes war eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sowie ein aus einer 12 Unternehmen umfassenden Peer Group abgeleiteter Beta-Faktor. In der Ewigen Rente gingen die Bewertungsgutachter von einem Wachstumsabschlag von 1,25 % aus. Zudem setzten sie zum Bewertungsstichtag eine nicht betriebsnotwendige Immobilie in Würzen unter Berücksichtigung von Unternehmens- und Einkommensteuer in Höhe von € 103.000,-- sowie den Wert der steuerlichen Verlustvorträge in den USA zum 14.8.2014 mit € 1,081 Mio. fest.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 10263/14 zum gemeinsamen Vertragsprüfer bestellte

gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 7.7.2014 (Anlage AG 3) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung von € 17,03 stelle sich als angemessen dar.



Im Rahmen einer Aktualisierungserklärung (Anlage AG 9) gelangten die Bewertungsgutachter vor zu dem Ergebnis, dass sich infolge einer Verringerung des Basiszinssatzes von 2,5 % auf 2,25 % vor Steuern der Unternehmenswert der Pulsion SE auf rund € 138,2 Mio. oder € 16,77 je Aktie erhöht habe, dieser aber immer noch unter dem durchschnittlichen Börsenkurs liege. Der Ausgleich verringerte sich demnach rechnerisch auf € 1,01 brutto je Aktie, wurde aber entsprechend den Regelungen im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag unverändert mit € 1,02 brutto der Hauptversammlung zur Beschlussfassung vorgeschlagen. Die Vertragsprüfer bestätigten in ihrer Stichtagserklärung (Anlage AG 10) erneut die Angemessenheit von Ausgleich und Abfindung.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertung und des Prüfungsberichts sowie der beiden Stichtagserklärungen wird in vollem Umfang auf die Anlagen AG 2, AG 3, AG 9 und AG 10 Bezug genommen.

- c. Der Beschluss der Hauptversammlung der Pulsion SE über die Zustimmung zum Abschluss des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages wurde am 2.10.2014 in das Handelsregister dieser Gesellschaft eingetragen und am 3.10.2014 2014 gemäß § 10 HGB bekannt gemacht. Die Antragsteller zu 1) bis 41), zu 46) bis 56) sowie zu 58) bis 67) waren im jeweiligen Zeitpunkt des Eingangs ihrer Anträge beim Landgericht München I Aktionäre der Pulsion SE.
2. Zur Begründung ihrer spätestens am 5.1.2015 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse es sowohl bei der Abfindung als auch beim Ausgleich zu einer Erhöhung kommen, weil deren Festsetzung nicht angemessen sei.



- a. Dies ergebe sich bereits aus den unplausiblen und demzufolge korrekturbedürftigen Planannahmen.
- (1) Bereits allgemeine Planansätze seien unzureichend berücksichtigt, was sich bereits aus einer mangelnden Analyse der Planungstreue in der Vergangenheit und der fehlenden Erkennbarkeit des Vorgehens bei der Bereinigung von Vergangenheitszahlen zeige. Ebenso müsse von einer unzulässigen Einflussnahme seitens der Antragsgegnerin auf die Planung ausgegangen werden, weshalb keine eigenverantwortliche Planung der zuständigen Organe der Pulsion SE angenommen werden könne.
 - (2) Die fehlende Plausibilität der Planansätze resultiere vor allem aber aus zu pessimistischen Ansätzen bei der Umsatzplanung, weil die demografische Entwicklung in den Hauptabsatzländern der Gesellschaft sowie deren hervorragende Aufstellung mit teilweise bestehendem Monopol und Wachstums- und Expansionsmöglichkeiten in den Vereinigten Staaten von Amerika wie auch in Schwellenländern unzureichend berücksichtigt worden seien. Auch müsse das Fehlen von Markteintrittsbarrieren gerade in Schwellenländern im Bereich „Critical Care“ zu großen Wachstumszahlen führen. Ein größeres Potenzial resultiere zudem aus den im Bewertungsgutachten angeführten Patientenzahlen mit 3 Mio. Intensiv- und 15 Mio. OP-Patienten; daraus ergebe sich ein deutlich größeres Potenzial als 500.000 Anwendungen pro Jahr für hämodynamisches Monitoring. Die Annahme eines Kostendrucks mit der Folge von Preissenkungen bedeute einen Allgemeinplatz zur Rechtfertigung schlechter Planzahlen. Auch stelle sich der Markteintritt anderer Wettbewerber als unwahrscheinlich dar, weil beispielsweise das Diagnostikum ICG schwer herstellbar sei und die Pulsion SE über einen Exklusivvertrag mit dem Hersteller verfüge.



- (3) Bei der Aufwandsplanung ergebe sich die fehlende Plausibilität aus der Tatsache, dass neue Vertriebswege eine deutlich schwächere Bruttomarge nach dem Rückgriff auf die Vertriebsgesellschaft der Gruppe aufweisen würden, wobei die Angemessenheit und Marktüblichkeit der Vergütung ebenso fraglich sei wie sich diese Zusammenarbeit als nachteilig im Vergleich zur eigenen Vertriebstätigkeit der Pulsion SE in den USA darstelle. Ebenso müsse der Rückgang der Bruttomarge im Bereich „Critical Care“ von 71,9 % auf 65,3 % angesichts fehlender Plausibilität korrigiert werden, zumal der Rückgang die Stellung der Gesellschaft als hoch spezialisiertem Nischenanbieter vernachlässige. Zu hinterfragen sei auch die Marktüblichkeit der Distributorenmargen für den Vertrieb von EIRUS, zumal Getinge über ausreichende Vertriebsstrukturen verfüge. Angesichts der Synergien mit der Gruppe und dem daraus resultierenden geringeren Bedarf an Vertriebspersonal stelle sich der Anstieg der entsprechenden Kosten von € 9,9 Mio. im Jahr 2013 auf € 14,3 Mio. im Jahr 2019 als zu stark steigend geplant dar. Ebenso zeige die Entwicklung der Vertriebskosten im Vergangenheitszeitraum, dass diese niedriger ausfallen müssten. Die Abkehr vom Eigenvertrieb sei nicht nachvollziehbar, zumal im Bereich „Perfusion Imaging“ ein eigener Vertrieb aufgebaut werden solle. Unplausibel sei es zudem, wenn in diesem Bereich das Wachstum der Jahre 2011 bis 2013 trotz einer Monopolstellung einbrechen solle und erst im Jahr 2017 in etwa das Niveau von 2013 erreicht werde. Zudem müsse angesichts des Anstiegs der Vertriebskosten ein vergleichbarer Anstieg der Umsatzerlöse angenommen werden.

Der Planung der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung fehle die Plausibilität angesichts eines ausgereiften Produktportfolios und erstrebten Wachstums über die Ausweitung des Vertriebsgebiets und nicht über neue Produkte. Auch lasse sich der Anstieg nach dem Rückgang der Aufwendungen im Zeitraum der Jahre 2011 bis 2013 von ca. € 3 Mio. auf rund € 2 Mio. nicht mehr nachvollziehen.



Ebenfalls unplausibel sei der starke Anstieg der allgemeinen Verwaltungskosten, der zudem nicht mit der Übernahme durch die Antragsgegnerin begründet werden dürfe. Dem Rückgang des sonstigen betrieblichen Ergebnisses fehle gleichfalls die Plausibilität. Unklar sei, warum Personal- und Sachkosten nicht gesondert ausgewiesen worden seien. Zudem fehle es an Angaben zur Reinvestitionsrate.

- (4) Angesichts des starken Rückgangs des Wachstums mit Beginn des Terminal Value dürfe nicht von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden; vielmehr hätte eine Grobplanungsphase eingeschoben werden müssen. Nicht nachvollzogen werden könne der Ansatz einer deutlich niedrigeren EBIT-Marge in der Ewigen Rente im Vergleich zum Beginn der Detailplanungsphase. Zudem liege ein Widerspruch zu günstigen Prognosen der Peer Group-Unternehmen Eckert + Ziegler AG sowie Gerresheimer AG vor.
- (5) Beim Ansatz von Synergien müsse es zu einer Aufteilung der Synergien zwischen den Unternehmen kommen. Durch einen besseren Einkauf werde sich auch die Ertragsmarge verbessern lassen. Zur Ermittlung des Finanz- und Zinsergebnisses hätte zwingend eine integrierte Planbilanz samt Kapitalschlussrechnung vorgelegt werden müssen.
- (6) Die Ausschüttungsquote sei angesichts der Vergangenheitszahlen in der Detailplanungsphase mit 30 % zu hoch. Auch hätte in Phase I ein Wertbeitrag aus Thesaurierung ausgewiesen werden müssen. Die effektive Ertragssteuer auf Wertsteigerungen müsse von etwa 17,5 % auf rund 13,19 % herabgesetzt werden. Im Terminal Value könne eine Thesaurierungsquote von 70 % angenommen werden.

- b. Der Kapitalisierungszinssatz müsse in all seinen Komponenten zugunsten der Minderheitsaktionäre angepasst werden.



- (1) Der im Bewertungsgutachten wie auch im Prüfungsbericht angenommene Basiszinssatz von 2,5 % vor Steuern widerspreche den Realitäten der Verzinsung von Bundesanleihen zum Bewertungsstichtag. Auch fordere die Existenz von Credit Default Swaps auf deutsche Staatsanleihen eine Herabsetzung des Basiszinssatzes. Zudem dürfe er nicht einheitlich festgelegt werden, sondern sei auf der Basis laufzeitäquivalenter Zinssätze zu ermitteln. Dafür spreche auch die viel kürzere Laufzeit von Darlehensverbindlichkeiten der Gesellschaft. Die aktuelle Diskussion um die PIIGS-Staaten zeige die Insolvenzgefahr auch von Emittenten der öffentlichen Hand.
- (2) Ebenso müsse der Risikozuschlag reduziert werden, sofern ein solcher überhaupt angesetzt werden dürfe, was zu verneinen sei. Das zur Ermittlung herangezogene (Tax-)CAPM stelle sich für die Ermittlung des Risikozuschlages von vornherein als ungeeignet dar. Keinesfalls aber könne die auf Basis einer Empfehlung des FAUB des IDW in der Mitte einer Bandbreite von 5 % bis 6 % angesiedelte Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sachgerecht sein; das niedrigere Niveau des Basiszinssatzes rechtfertige diesen Ansatz jedenfalls nicht. Anstelle der arithmetischen Mittelwertbildung müsse zudem das geometrische Mittel herangezogen werden. Zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos müsse zwingend auf den originären Beta-Faktor der Gesellschaft abgestellt werden, nicht dagegen auf eine ohnehin fehlerhaft zusammengesetzte Peer Group, in die ausländische Unternehmen nicht hätten einbezogen werden dürfen. Unzulässig sei die Verwendung eines adjusted Beta-Faktors. Die Ermittlung müsse zudem gegen den jeweils größten nationalen Index erfolgen.
- (3) Der in der Ewigen Rente herangezogene Wachstumsabschlag von 1,25 % müsse erhöht werden. Dies folge bereits aus der Fähigkeit der Gesellschaft, die Inflationsrate auf ihre Abnehmer überzuwälzen und dem Umstand, dass der Wachstumsabschlag nicht hinreichend



die guten Wachstumschancen abbilde und namentlich nicht die außerhalb des Euro-Raumes widerspiegele. Der Ansatz eines unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegenden Wachstums führe unweigerlich zum realen Schrumpfen des Unternehmens.

- c. Die angesetzten Sonderwerte seien namentlich bezüglich des Werts der Immobilie in Wurzen und des angesetzten steuerlichen Verlustvortrages nicht transparent ermittelt worden. Weiterhin fehle der Ansatz nicht betriebsnotwendiger Liquidität und des Werts des vorhandenen steuerlichen Einlagenkontos. Auch fehle eine Berücksichtigung des Wertes der Marke „Pulsion“.
 - d. Ein höherer Abfindungsbetrag rechtfertige sich aus dem Börsenkurs der Gesellschaft, weil unmittelbar auf den Zeitraum vor der Beschlussfassung der Hauptversammlung abgestellt werden müsse und auch Geld- oder Tax-Geld-Kurse einzubeziehen seien. Eine höhere Abfindung ergebe sich zudem auf der Grundlage des Verkaufs der Aktien durch ein Verwaltungsratsmitglied der Gesellschaft zu einem Durchschnittspreis von € 17,5185 je Aktie.
 - e. Die Ermittlung des Ausgleichs stehe in Widerspruch zu § 304 AktG, weil nur der Ansatz des vollen Kapitalisierungszinssatzes richtig sein könne. Der Mutterkonzern habe ein ähnliches Risiko wie die Pulsion SE. Auch dürfe nicht nur der Ertragswert von € 16,15 je Aktie herangezogen werden, um den Ausgleich angemessen festzulegen.
3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge, wobei sich dies bei den Antragstellern zu 42) bis 45) und zu 57) bereits aus dem fehlenden Nachweis der Aktionärsstellung zum maßgeblichen Zeitpunkt ergebe, im Übrigen aber vor allem wegen der Angemessenheit der festgesetzten Kompensationsleistungen in Form der Abfindung und des Ausgleichs gelten müsse.



a. Die Planannahmen der Gesellschaft seien plausibel und daher einer Korrektur nicht zugänglich, nachdem die Planung auf der Grundlage neuester Erkenntnisse und ohne Einflussnahme seitens der Antragsgegnerin durchgeführt worden sei.

- (1) Die Umsatzentwicklung sei mit einem durchschnittlichen Wachstum von 8,2 % p.a. bis 9,2 % p.a. im Geschäftsbereich „Critical Care“ und 3,1 % im Geschäftsbereich „Perfusion Imaging“ nicht zu konservativ, nachdem angesichts des steigenden Kostendrucks der Gesundheitssysteme sowie daraus resultierender Maßnahmen auch künftig ein intensiver Wettbewerb bestehen werde, woraus ein anhaltender Preisdruck folge. Aus einer jedenfalls zum Teil bestehenden Monopolstellung lasse sich ein höheres Umsatzwachstum nicht ableiten, nachdem bei einem Marktanteil von 100 % die Gewinnung weiterer Marktanteile ausscheide. Im Gegenteil existiere die Gefahr des Eintritts weiterer Wettbewerber mit dem Verlust von Marktanteilen und weiter steigendem Preisdruck als Folge. Ebenso wenig könne die Rede vom Aussparen von Wachstums- und Expansionsmöglichkeiten im Ausland sein, nachdem der Hauptwachstumstreiber in der Planung der Vertrieb von Produkten aus dem Bereich „Critical Care“ über die Vertriebsgesellschaft der Gruppe in den USA sei. Aber auch im Bereich „Perfusion Imaging“ reflektiere die Planung nach dem Wegfall eines Großkunden im Jahr 2015 mit einem zunächst angesetzten Umsatzrückgang als Folge daraus im weiteren Planungszeitraum hohe Wachstumsraten von 15,5 % p.a., weshalb das durchschnittliche Wachstum der Jahre 2011 bis 2013 von 16,2 % trotz des Verlusts des Großkunden wieder erreicht werden solle. In Schwellenländern lasse sich über die angesetzten Werte hinaus ein zusätzliches Wachstum über Distributoren gerade auch wegen der umfangreichen, zeitaufwendigen und kostspieligen Zulassungsprozesse nicht generieren. Dies gelte auch für den Markteintritt in entwickelten Ländern wie den Vereinigten Staaten von Amerika. Ebenso wenig könne der Markt für hämodynamisches Monitoring als enormer



Die nur die laufenden, nicht aktivierungsfähigen Entwicklungskosten umfassenden Aufwendungen für Forschung und Entwicklung seien sachgerecht in der Planung abgebildet; Kosten für Produktinnovationen seien nicht Bestandteil dieses Postens in der G+V-Rechnung. Bei diesen komme es zu einer Aktivierung mit der Folge, dass die Abschreibungen hierauf Bestandteil der Herstellungskosten seien. Der Anstieg beruhe auf teils sehr strengen und national unterschiedlichen Zulassungsvoraussetzungen mit sich künftig verschärfenden Anforderungen.

Der Anstieg der Verwaltungs- und allgemeinen Kosten liege mit 9,9 % im letzten Planjahr unterhalb des durchschnittlichen bereinigten Niveaus der Vergangenheit von 10,2 %; nur in den ersten Planjahren gebe es aufgrund zusätzlicher Kosten infolge der Übernahme durch die Antragsgegnerin einen Anstieg der Quote. Angesichts des erfolgreichen Übernahmeangebots liege in diesem Ansatz auch kein Verstoß gegen das Stand alone-Prinzip.

Der Rückgang des sonstigen betrieblichen Ergebnisses beruhe auf dem teilweisen Wegfall von Lizenzeinnahmen als Folge des Auslaufens eines Lizenzvertrages mit einem OEM-Partner und fehlenden Überlegungen zur Vergabe von Lizenzen an neue OEM-Partner.

- (3) Die Planung des EBIT mit einem durchschnittlichen Anstieg von € 10,5 Mio. im Jahr 2013 um durchschnittlich 5,2 % p.a. auf € 14,3 Mio. im letzten Jahr der Phase I müsse als optimistisch bezeichnet werden, nachdem dieses Niveau nie zuvor erreicht worden sei und das Umsatzwachstum wie auch die EBIT-Marge durchgängig am oberen Rand der Bandbreite der Vergleichsunternehmen liege. Erst die Neuausrichtung der Vertriebsstrategie in den USA ermögliche der Gesellschaft den Zugang zum weltweit größten Medizintechnikmarkt, wodurch das margenschwächere Geschäft auch zum absoluten Anstieg des EBIT beitrage.



- (4) Die Ansätze zu den Synergien seien zutreffend entsprechend der Feststellung auf Seite 33/34 des Prüfungsberichts erfolgt; Synergien aus dem Vertrieb in den USA sowie dem Verkauf des Produktes EI-RUS über Vertriebsgesellschaften des Pulsion-Konzerns für die Gruppe seien in die Planung eingeflossen.

Das Zins- und Finanzergebnis sei im Bewertungsgutachten hinreichend erläutert. Angesichts des Fehlens von Bankverbindlichkeiten und des Vorhandenseins liquider Mittel nur im geringen Umfang komme der Planung des Finanzergebnisses und der Verschuldung nur untergeordnete Bedeutung zu.

- (5) Im Terminal Value könne es nicht zu einer Fortschreibung der bis zum Jahr 2019 erzielten Wachstumsraten in derselben Höhe kommen. Dies zeige sich an der hohen Staatsverschuldung der Länder, in denen die Gesellschaft tätig sei, weshalb auch nachhaltig von einem hohen Konsolidierungsdruck der bereits in der Vergangenheit zurückgeführten staatlichen Gesundheitsbudgets ausgegangen werden müsse. Die hohe Bedeutung der Finanzierbarkeit begrenze die Auswirkungen der demografischen Entwicklung ebenso wie des Zugangs zur medizinischen Versorgung in Schwellenländern. In den USA könne es bei einem für 2019 erwarteten Marktanteil von 10 % zur Gewinnung weiterer Marktanteile gegenüber dem Marktführer Edwards Lifesciences Inc. nur über eine aggressive Preispolitik mit der Folge geringerer Ergebnisbeiträge kommen. Aufgrund der hohen Attraktivität der Medizintechnik müsse von einer zunehmenden Zahl von Wettbewerbern ausgegangen werden. Zudem liege das nachhaltige EBIT mit € 14,4 Mio. weit über dem Durchschnitt der Phase I oder der in den Ist-Jahren erzielten EBIT's von € 11,8 Mio. bzw. € 9,1 Mio.

- (6) Die Ausschüttungsquote im Detailplanungszeitraum beruhe auf der Planung der Gesellschaft, während sie in der Ewigen Rente dem



Median vergleichbarer Unternehmen in einem fünfjährigen Analysezeitraum entspreche. Die effektive Ertragsteuer auf Wertsteigerungen sei zutreffend angesetzt worden, weil sie auch die inflationsbedingte, nicht nur die thesaurierungsbedingten Kursgewinnsteigerungen berücksichtigen müsse. Ebenso erfordere ein sachgerechter Ansatz die Berücksichtigung von Thesaurierung zur Finanzierung des künftigen nachhaltigen Bilanzwachstums.

- b. Zu keinen Anpassungen müsse es beim Kapitalisierungszinssatz kommen.
- (1) Der Basiszinssatz sei anhand der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank zutreffend in Anwendung der Svensson-Methode als einheitlicher Zinssatz ermittelt und im Rahmen der Aktualisierungsprüfung auf 2,25 % vor Steuern abgerundet worden, nachdem der Basiszinssatz die Rendite einer risikolosen Alternativenanlage für die Ewigkeit darstelle.
 - (2) Der notwendigerweise anzusetzende Risikozuschlag sei ebenfalls zutreffend unter Zuhilfenahme des weithin anerkannten (Tax-)CAPM ermittelt worden. Die Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern reflektiere die grundsätzlich stabilen Renditeerwartungen von Aktionären und liege in der Mitte der Bandbreite der auf einer eingehenden Untersuchung von Kapitalmarktdaten beruhenden Empfehlung des FAUB des IDW. Dem Ansatz des arithmetischen Mittels gebühre der Vorrang gegenüber einer Verwendung des geometrischen Mittels angesichts seiner Überlegenheit als Schätzer. Der zur Berechnung des Risikozuschlags herangezogene Beta-Faktor von unverschuldet 0,9 gerundet habe angesichts der fehlenden Aussagekraft des unternehmenseigenen Beta-Faktors der Pulsion SE über eine sachgerecht abgeleitete Peer Group ermittelt werden können. Dem eigenen Beta-Faktor fehle es nämlich an Signifikanz und Liquidität des zugrunde liegenden Aktienhandels. Angesichts der internationalen



Märkte, auf denen die Gesellschaft ihre Produkte anbiete, gebe es keinen Grund, ausländische Vergleichsunternehmen nicht einzubeziehen.

- (3) Eine Erhöhung des Wachstumsabschlags von 1,25 % lasse sich nicht rechtfertigen. Dieser beinhalte nur inflationsbedingte Wachstumspotenziale im Sinne einer unternehmensindividuellen Inflationsrate, die nicht mit der allgemeinen Preissteigerungsrate gleichgesetzt werden dürfe. Unter Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums gelange man bei der Pulsion SE zu einer mit 5,12 % p.a. deutlich über den von Antragstellern geforderten Wachstumsraten. Der Ansatz eines Wachstumsabschlags von 1,25 % berücksichtige auch hinreichend die Wachstumschancen der Gesellschaft.

c. Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sowie Sonderwerte seien zutreffend in die Ermittlung des Unternehmenswertes eingeflossen.

- (1) Die Immobilie in Wurzen habe ausweislich einer Bewertung durch die Immobilien Scout GmbH einen durchschnittlichen Marktwert von € 81.000,--, wohingegen das Bewertungsgutachten den voraussichtlichen Veräußerungserlösen nach Abzug von Unternehmens- und Einkommensteuern auf den Veräußerungsgewinn in Höhe von € 103.000,-- zugrunde gelegt habe. Steuerliche Verlustvorträge seien mit 50 % ihres Wertes in die Bewertung angesichts der überwiegenden Wahrscheinlichkeit eines Verlusts aufgrund des indirekten Anteilseignererwerbs bei der Pulsion Medical Inc. eingeflossen.
- (2) Der vorhandene Bestand an liquiden Mitteln diene der Aufrechterhaltung des erforderlichen Vorratsvermögens, der Bedienung von Verbindlichkeiten, Begleichung von Steuerzahlungen sowie Lohn- und Gehaltsleistungen und sei schon werterhöhend bei der Bestimmung des verschuldeten Beta-Faktors angesetzt worden. Der Wert der



Marke „Pulsion“ spiele angesichts der Ermittlung des Ertragswerts beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen keine Rolle.

- d. Über den Börsenkurs könne keine höhere Barabfindung abgeleitet werden, nachdem dieser zutreffend anhand eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Bekanntgabe abgeleitet worden sei und angesichts eines Zeitraums von knapp sechs Monaten bis zur Hauptversammlung auch kein längerer Zeitraum vorliege, der eine Hochrechnung notwendig gemacht hätte. Das Bestehen von Geldkursen gebe keine Auskunft über die Möglichkeit einer Reinvestition. Vorerwerbspreise seien für die Ermittlung der Abfindung ohne Bedeutung.
 - e. Der Ausgleich bedürfe keiner Veränderung, weil ein barwertäquivalenter risikoadjustierter Kapitalisierungszinssatz zur Verrentung sachgerecht angesetzt worden sei, der dem Risiko des Ausgleichs entspreche.
4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 21.5.2015 (Bl. 184 d.A.)
zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 185 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung dieser Bestellung im Bundesanzeiger veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie den nicht näher begründeten Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern.
- b. In der mündlichen Verhandlung vom 15.10.2015 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer von
t –
– angehört. Ferner hat das Gericht die Vertragsprüfer mit Beschluss vom 15.10.2015 (Bl. 292 d.A.) gebeten, zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung ergänzende Aussagen zu machen. Hinsichtlich des Ergebnisses der mündlichen und schriftlichen Anhörung der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer wird Bezug genommen auf das Proto-



koll der mündlichen Verhandlung vom 15.10.2015 (Bl. 261/293 d.A.) und die allen Verfahrensbeteiligten zugänglich gemachte Stellungnahme der Vertragsprüfer vom 21.3.2016 (Bl. 351/359 d.A.).

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 15.10.2015 (Bl. 261/293 d.A.).

B.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig und begründet, weil die angemessene Barabfindung auf € 18,27 je Inhaberstückaktie der Pulsion SE festzusetzen ist, während der im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vertraglich festgelegte Ausgleich angemessen ist, so dass insoweit die Anträge unbegründet sind.

I.

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 1 Satz 2 SpruchG, weil sie nicht nur dargelegt, sondern – soweit dies nicht von der Antragsgegnerin unstrittig gestellt wurde – auch bewiesen haben, im Zeitpunkt der Antragstellung außenstehende Aktionäre der Pulsion SE gewesen zu sein. Dies gilt insbesondere auch für die Antragsteller zu 42) bis 45) und zu 57), die



den Nachweis ihrer Aktionärsstellung zum maßgeblichen Zeitpunkt durch die Vorlage entsprechender Bankbescheinigungen geführt haben.

- a. Die Antragsteller zu 42) und 43) haben jeweils mit Schriftsatz vom 21.10.2015 (Bl. 308 und 309 d.A.) eine Bescheinigung der
bzw. jeweils vom 8.9.2015 vorgelegt, wonach diese Antragsteller am 30.12.2014 – mithin dem Tag des Eingangs ihrer Anträge beim Landgericht München I – Aktien der Pulsion SE in ihrem Depot hielten. Hinsichtlich der Antragstellerin zu 44) ergibt sich aus der mit Schriftsatz vom 5.11.2015 (Bl. 320 d.A.) vorgelegten Bescheinigung der vom 21.10.2015 die Aktionärs-eigenschaft am 30.12.2014, wie dieses Kreditinstitut bestätigt hat. Der Antragsteller zu 45) führte den Nachweis durch die Vorlage einer Bescheinigung der mit Schriftsatz seiner Verfahrensbevollmächtigten vom 15.4.2016 (Bl.361 d.A.), aus der sich seine Aktionärs-eigenschaft zum 30.12.2014 ergibt.
- b. Mit Schriftsatz vom 4.11.2015 (Bl. 323/324 d.A.) führte die Antragstellerin zu 57) den Nachweis ihrer Aktionärs-eigenschaft am 5.1.2015, also dem Tag des Eingangs ihres Antrags bei Gericht, in dem sie eine Bescheinigung der vom 4.11.2015 vorlegte, aus der sich zweifelsfrei ergibt, dass sie am 5.1.2015 Aktien der Pulsion SE in ihrem Depot hielt.

An der Richtigkeit der vorgelegten Bankbescheinigungen bestehen keinerlei Zweifel.

2. Alle Anträge wurden jeweils innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 Nr. 1 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Bestehens des Unternehmensvertrages im Handelsregister auf der Basis von § 10 HGB, die vorliegend am 3.10.2014 erfolgte, weshalb die Frist am 5.1.2015 endete, nachdem der 3.1.2015 ein Samstag war und folglich über §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 16 Abs. 2



FamFG die Regelung des § 222 Abs. 2 ZPO zur Anwendung gelangt und deshalb die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages endete. Spätestens an diesem Tag, dem 5.1.2015, gingen die Anträge aller Antragsteller beim Landgericht München I zumindest per Telefax und folglich fristwährend sein, wie sich unmittelbar aus der Gerichtsakte ergibt.

3. Die Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09, Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/13; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., § 4 SpruchG Rdn. 21). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind begründet, weil diese € 18,27 je Inhaberstückaktie beträgt.

Ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag hat gemäß Art. 9 Abs. 1 lit. c ii SE-VO in Verbindung mit § 305 Abs. 1 AktG die Verpflichtung des anderen Ver-



tragsteils zu erhalten, auf Verlangen eines außenstehenden Aktionärs dessen Aktien gegen eine im Vertrag bestimmte angemessene Abfindung zu erwerben. Aufgrund von Art. 9 Abs. 1 lit. c ii SE-VO, § 305 Abs. 2 Nr. 2 AktG muss der Vertrag als Abfindung in den Fällen, in denen der andere Vertragsteil – also die Pulsion SE – eine abhängige oder in Mehrheitsbesitz stehende Aktiengesellschaft und das herrschende Unternehmen eine Aktiengesellschaft mit Sitz in einem Mitgliedsstaat der Europäischen Union ist, entweder die Gewährung von Aktien der herrschenden oder mit Mehrheit beteiligten Gesellschaft oder eine Barabfindung enthalten, wobei vorliegend eine Barabfindung gewählt wurde. Die angemessene Barabfindung muss dabei aufgrund von Art. 9 Abs. 1 lit. c ii SE-VO in Verbindung mit § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung über den Vertrag berücksichtigen.

Die (Bar-)Abfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem "wirklichen" oder "wahren" Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur BGH ZIP 2016, 666, 668; OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11).

1. Der Unternehmenswert wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewon-



nen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur BGH ZIP 2016, 666, 668; OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. BVerfG NJW 2012, 3020, 3022 = NZG 2012, 1035, 1037 = AG 2012, 674, 676 = ZIP 2012, 1656, 1658 = WM 2012, 1683, 1685 f.; OLG München BB 2007, 2395, 2397; ZIP 2009, 2339, 2340 = WM 2009, 1848, 1849; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010,



729, 731; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 354; OLG Stuttgart AG 2014, 291, 296 f.; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabes bedürfen die Planannahmen der Organe der Pulsion SE keiner Korrektur.

- (1) Dies gilt zunächst für die allgemeinen Erwägungen, die der Planung zugrunde gelegen haben und die von den Vertragsprüfern entsprechend ihrem gesetzlichen Auftrag untersucht wurden.
 - (a) Aus der vorgenommenen Vergangenheitsanalyse lässt sich kein Grund für eine unsystematische Vorgehensweise bei der Durchführung der Planung mit der Folge ableiten, dass den angesetzten Planzahlen für die Jahre der Detailplanungsphase die Plausibilität fehlen würde und diese keinen Bestand haben könnten. Die Vergangenheitsanalyse verfolgt vor allem den Zweck zu ermitteln, inwieweit die Zukunftsprognose hinreichend zuverlässig ist. Die von den Vertragsprüfern vorgenommene Analyse des Soll-Ist-Vergleichs im Zeitraum von 2011 bis April 2014 ergab dabei eine hohe Planungstreue, wobei sich die bereinigten Ist-Zahlen namentlich bei den Umsatzerlösen als schlechter darstellten im Vergleich zu den Planannahmen mit Abweichungen zwischen 0,8 % und 5,2 % nach unten. Die Tatsache, dass beim EBIT die bereinigten Zahlen eine leichte Unterschätzung aufwiesen, kann nicht zu dem Schluss führen, die Struktur der Planung stelle sich als ungeeignet dar. Die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer verwiesen in ihrer ergänzenden Stellungnahme darauf, dass dies vor allem auf Kosteneinsparungen im Bereich der Operating Expense liege. Wenn für eine Gesellschaft aufgrund geringerer Umsätze absehbar ist, dass die Planzahlen nicht (ganz) erreicht werden, reagiert sie mit



Kosteneinsparungen wie der Nichtbesetzung von Planstellen im Vertrieb, geringeren Messe- und Marketingkosten sowie Einsparungen im Bereich externer Berater sowie bei klinischen Studien. Legt man dem Vergleich die unbereinigten Zahlen zugrunde, ergab sich, dass die Ist-Ergebnisse stets schlechter waren als die Planwerte.

- (b) Bei der Eignung der Planung muss vor allem auch gesehen werden, dass im Vergleich zu der Planung P5 für die Jahre 2012 bis 2016 gerade in den ersten Jahren eine hohe Planungstreue zu beobachten ist, die mit der weiter entfernt liegenden Zukunft zwar abnimmt, was indes ein allgemein zu beobachtendes Phänomen ist, nachdem die fernere Zukunft auch schwerer zu prognostizieren ist, weil stets nicht vorhersehbare Entwicklungen auftreten können. Diese Planung P5 für die nächsten fünf Jahre ab dem Jahr 2011 wurde nach den Ausführungen von _____ im Termin vom 15.10.2015 jährlich aktualisiert, wobei es sich allerdings nicht um eine voll integrierte Planung handelte. Auf Basis dieser Planung wurde sodann für den Anlass des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages eine voll integrierte Planung von der Gesellschaft erstellt. Aus dem Umstand, dass die Planung außerhalb des üblichen Planungsturnus bei der Pulsion SE aktualisiert wird, kann kein Schluss darauf gezogen werden, dieser Ansatz führe zur Unangemessenheit der Kompensationsleistung. Die Unternehmensbewertung muss stichtagsbezogen erfolgen. Wenn nun zwischen dem Abschluss des regulären Planungsprozesses und dem Zeitraum der Erstellung einer Unternehmensbewertung eine gewisse Zeitspanne liegt, können durch die hier gewählte Vorgehensweise aktuelle Entwicklungen aufgenommen werden, die in die reguläre Planung noch nicht eingeflossen waren. Ohne diese Vorgehensweise würde die Planung nicht mehr den aktuellen Stand widerspiegeln.



- (c) Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Annahmen zur Vergangenheitsanalyse beruhen auf einer sachgerechten Bereinigung von Einmaleffekten, die – entgegen der Auffassung namentlich der Antragsteller zu 15) bis 19) und zu 72) – im Bewertungsgutachten auch hinreichend ausführlich beschrieben wurde. Auf Seite 33 des Bewertungsgutachtens haben die Wirtschaftsprüfer von _____ dargestellt, welche einmaligen Aufwendungen und Erträge bereinigt wurden, wobei diese überwiegend Restrukturierungs- und Reorganisationsprojekte betrafen. Ebenso haben sich die Vertragsprüfer in ihrem Prüfungsbericht auf Seiten 24/25 mit dieser Bereinigung befasst, weshalb die Rüge einer fehlenden Darstellung von Bereinigungen im Rahmen der Vergangenheitsanalyse ins Leere geht.
- (d) Für eine unzulässige anlassbezogene, durch Einflussnahmen der Antragsgegnerin beeinträchtigte Planung fanden die Vertragsprüfer keinerlei Anhaltspunkte. Bei ihrer Anhörung wiesen sie darauf hin, die Planannahmen intensiv mit den Organen der Gesellschaft und deren wesentlichen Mitarbeitern diskutiert zu haben.
- (e) Ein möglicherweise anstehender Verkauf der Gesellschaft musste in keiner Weise in die Planung bzw. Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen. Eine derartige Maßnahme war nämlich nicht in der Wurzel angelegt und musste folglich unberücksichtigt bleiben. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind nämlich entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG München AG 2015, 508, 511 = ZIP 2015, 1166, 1169; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK



O 23928/09; Beschluss vom 24.5.2013; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Aus den von den Vertragsprüfern eingesehenen Vorstands- und Aufsichtsratsprotokollen ergaben sich hierfür ebenso wenig Anhaltspunkte wie aus dem ergänzenden Schriftverkehr für Vorstands- und Aufsichtsratssitzungen, der von den Vertragsprüfern gleichfalls analysiert wurde.

- (2) Die Planung der Umsatzerlöse muss als plausibel eingestuft werden und folglich nicht angepasst werden.
- (a) Die Wachstumsannahmen können trotz der demografischen Entwicklung in den Hauptabsatzländern sowie Expansionsmöglichkeiten in den Vereinigten Staaten von Amerika und der sehr guten Marktstellung mit zum Teil bestehender Monopolstellung nicht als zu pessimistisch bezeichnet werden, auch wenn gerade die demografische Entwicklung hin zu einer älter werdenden Gesellschaft vor allem in den westlichen Industrieländern einen Treiber für das Gesundheitswesen darstellt, weshalb dieser Punkt von den Prüfern einer eingehenden Analyse unterzogen wurde. Im Bereich „Critical Care“ verglichen sie die Planung mit den Studien, die ihnen von der Gesellschaft zur Verfügung gestellt wurden, sowie mit selbst recherchierten, öffentlich zugänglichen Unterlagen. Auch wenn berücksichtigt werden muss, dass diese Studien nicht vollumfänglich mit dem Geschäftsmodell der Pulsion SE kompatibel sind, erhellen sie doch, dass die Wachstumsraten der Gesellschaft mit einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von 9,1 % p.a. im Bereich „Critical Care“ und von 7,3 % p.a. im Bereich „Perfusion Ima-



ging“ nicht unplausibel sind. So zeigt die Studie für den gesamten Weltmarkt für Medizintechnik ein Umsatzwachstum von € 20 Mrd. in 2010 auf über € 30 Mrd. im Jahr 2020, insgesamt um mehr als 50 %. Die Pulsion SE plant indes alleine im Zeitraum der Detailplanungsphase ein Umsatzwachstum von € 36,475 am Ende des Vergangenheitszeitraums in 2013 bis auf € 58,558 Mio. im Jahr 2019 und damit von rund 60 %.

Da in diesem Umfeld namentlich regulatorische Vorgaben und der staatlich finanzierte Markt neben der Wettbewerbssituation eine ganz wesentliche Rolle spielen und dies nicht umsatzfördernd wirkt, muss die Planung als durchaus realistisch und plausibel angesehen werden. Im Gesundheitsmarkt gibt es regulatorische Beschränkungen für die Zulassung neuer Produkte, auch wenn sich diese in den Ländern, in denen die Gesellschaft am Markt auftritt, im Einzelnen unterscheiden.

Ganz wesentlich wird das Umsatzwachstum auch von der finanziellen Lage am staatlich finanzierten Markt des Gesundheitswesens begrenzt. Gerade die Kliniken sind auf die beitragsfinanzierten Einnahmen der Krankenkassen angewiesen, weshalb Investitionen in neue Medizingeräte begrenzt sind. Der Kammer ist zudem aus entsprechenden Veröffentlichungen bekannt, dass etwa 50 % der Krankenhäuser in Deutschland keine Gewinne erwirtschaften – exemplarisch hierfür steht in München die Situation der Städtisches Klinikum München GmbH, die über Jahre hinweg gerichtsbekannt Verluste erwirtschaftet und einem schwierigen Sanierungsprozess unterworfen ist.

Im Bereich „Critical Care“ besteht für die Gesellschaft in den deutschsprachigen Ländern, in denen sie erhebliche Umsatzzanteile erwirtschaftet, ein erheblicher Wettbewerbsdruck durch den Wettbewerber Edwards Lifesciences Inc. Wenn hier Marktanteile behauptet werden sollen, kann dies zumindest teilweise



nur über den Preis erfolgen. In den Vereinigten Staaten von Amerika besteht für die Gesellschaft die Schwierigkeit des Markteintritts im Bereich „Critical Care“, weshalb die entsprechenden Planannahmen für diesen Markt als nicht unplausibel eingestuft werden können, nachdem dort in Krankenhäusern „Edwards“ aufgrund von Dokumentationspflichten im Zusammenhang mit den Behandlungen vorgeschrieben ist. Da auch die Pulsion SE diese Anforderungen erfüllen muss, kam es in der Vergangenheit zu den insgesamt erfolglosen Versuchen des Markteintritts. Diese Erfahrungen aus der Vergangenheit erklären auch nachvollziehbar und überzeugend die Bestrebungen der Pulsion SE, über die Vertriebsgesellschaft der Gruppe in den USA am dortigen Markt Fuß zu fassen.

Auch wenn die Pulsion SE im Bereich „Perfusion Imaging“ zum Teil über eine Monopolstellung verfügt, kann daraus kein Rückschluss auf zu pessimistische und daher nicht mehr nachvollziehbare Planannahmen gezogen werden. Die Vertragsprüfer verwiesen zwar darauf, dass die Gesellschaft mit dem Auftreten von Wettbewerbern rechnen müsse und dass auch hier der Kostendruck im Gesundheitswesen eine Rolle spiele. Daher kann aus einer Monopolstellung, bei der eine Marktausweitung nicht mehr möglich ist und Umsatzzuwächse nur über die Menge erzielt werden können, oder zumindest die gute Marktstellung der Gesellschaft gleichfalls kein Rückschluss auf eine mangelnde Plausibilität der Planung gezogen werden.

- (b) Auch über die Entwicklung in den Schwellenländern kann kein höheres Umsatzwachstum angesetzt werden, auch wenn die von den Prüfern herangezogenen Studien auf ein sehr starkes Wachstum in diesen Ländern hinweisen. Die Pulsion SE ist im Bereich „Critical Care“ in diesen Regionen vornehmlich in Afrika



und Indien nicht aktiv. Diese unternehmerische Entscheidung muss im Spruchverfahren hingenommen werden und kann nicht durch eine andere Unternehmensstrategie ersetzt werden, solange sie jedenfalls auf vernünftigen, nachvollziehbaren Erwägungen beruht, wie dies vorliegend der Fall ist.

erläuterte dies anhand der ihm von der Gesellschaft gegebenen Informationen. Die Anfangsinvestitionen insbesondere in die notwendigen Monitore sind sehr hoch, weshalb dies keinen Ansatz für Wachstum in diesen Märkten bedeutet, nachdem die Technologie der Pulsion SE an etablierte, gesättigte Märkte adressiert ist. In den wachsenden Märkten der Schwellenländer können ungeachtet dieses Wachstums die notwendigen Investitionen nicht erbracht werden.

Demgegenüber ist die Gesellschaft in ihrem Geschäftsfeld „Imaging Perfusion“ auch in Schwellenländern der Pazifikregion oder Mexiko tätig, wobei auch dort das Zulassungsverfahren für die Produkte der Gesellschaft eine Hürde darstellt. Im Bereich Pazifik wurde beispielsweise von einem nicht unerheblichen jährlichen Umsatzwachstum von 3,2 % ausgegangen, weshalb dies sehr wohl in die Planung eingeflossen ist und diese daher nicht unplausibel sein kann.

- (c) Die Plausibilität der Planansätze kann nicht mit Blick auf das Fehlen von Markteintrittsbarrieren im Bereich „Critical Care“ gerade in Schwellenländern infrage gestellt werden. Dieser Ansatz übersieht nämlich, dass auch in diesen Ländern erhebliche Markteintrittsbarrieren bestehen, die durchaus hoch sind, weil entsprechende Zulassungsanträge gestellt werden müssen sowie sichergestellt sein muss, dass Behandlungen auch vergütet werden. Angesichts dessen müssen die Marktchancen in Übereinstimmung mit den von den Vertragsprüfern bei ihrer Anhö-



rung vermittelten Erkenntnissen als nicht unterschätzt bezeichnet werden.

- (d) Aus der Zahl von 3 Millionen Intensiv- und 15 Millionen OP-Patienten kann kein deutlich höheres Potenzial als 500.000 Patienten pro Jahr für hämodynamisches Monitoring abgeleitet werden. Zwar hat die Gesellschaft mit ICG im Bereich „Perfusion Imaging“ eine Quasi-Monopolstellung. Allerdings ist dies nicht die einzige Behandlungsmethode; vielmehr gibt es andere Wettbewerbsprodukte. Folglich kann aus Patientenwachstum nicht automatisch auf eine größere Marktdurchdringung geschlossen werden, zumal auch in diesem Anwendungsbereich die Budgetbeschränkungen im Gesundheitswesen wachstums-limitierend zu berücksichtigen sind. Auch wenn infolge des Exklusivvertrages mit dem Hersteller die Quasi-Monopolstellung der Gesellschaft in diesem Bereich nur schwer angreifbar ist, kann nicht angenommen werden, ein Markteintritt anderer Wettbewerber sei unwahrscheinlich. Dies resultiert aus der Erwägung heraus, dass – worauf im Rahmen seiner Anhörung hingewiesen hat – Wettbewerber versuchen, alternative Produkte und Methoden zu entwickeln. Zudem verwies er auf die Abnahme der durchschnittlichen Verweildauer in Krankenhäusern und den absoluten Rückgang der Zahl von Krankenhausaufenthalten. In der ergänzenden Stellungnahme präzisierten die Vertragsprüfer diese Erkenntnis unter Verweis auf Statistiken des AOK-Bundesverbandes dahingehend, dass sich die durchschnittliche Verweildauer in den Krankenhäusern Deutschlands von 13,3 Tagen im Jahr 1992 auf 7,4 Tage in 2013 fast halbiert habe und im Jahr 2014 entsprechend den Zahlen des Statistischen Bundesamtes auf 7,3 Tage gesunken sei. Die Ursache hierfür liegt nachvollziehbar in deutlich verbesserten Behandlungsmethoden, aber auch im erheblichen Kostendruck auf Seiten der Kliniken. Zudem sank die Zahl der



Krankenhausbetten ebenfalls deutlich im Zeitraum von 1990 bis 2011, womit auch ein Rückgang der Zahl der Kliniken und damit potenzieller Kunden eines Medizintechnikgeräteherstellers verbunden ist. Dies bedeutet einen wesentlichen Aspekt, der das Umsatzwachstum begrenzt.

Folglich gleichen sich Umsatzsteigerungen einerseits und rückläufige Tendenzen am Markt zumindest teilweise wieder aus, weshalb die entsprechenden Ansätze zur Umsatzplanung gerade auch im Anwendungsbereich von ICG als plausibel angesehen werden müssen, wie sie in die Gesamtplanung eingeflossen sind.

- (e) Ein anderes Ergebnis ergibt sich auch nicht aus der Entwicklung im Bereich „Perfusion Imaging“ mit rückläufigen Umsätzen im Jahr 2015 auf € 6,155 Mio. nach einem deutlichen Anstieg in den Jahren der Vergangenheitsanalyse von 2011 bis 2013 von € 5,031 Mio. auf € 6,791 Mio. Der angesetzte Umsatzrückgang von 9,4 % im Jahr 2015 beruht auf der Beendigung der vertraglichen Zusammenarbeit mit einem Distributor in den USA und dem Aufbau einer eigenen Vertriebsorganisation im Gegensatz zur Entwicklung bei „Critical Care“, wo auf die Strukturen der amerikanischen Vertriebsgesellschaft der Gruppe gesetzt wird. Bei „Perfusion Imaging“ ist der Eigenvertrieb möglich, während im Bereich „Critical Care“ angesichts der starken Regulierung und starker Dokumentationserfordernisse ein anderer Zugang zu den Kliniken und der amerikanischen Federal Disease Agency gesucht werden muss, um überhaupt einen Zugang zu diesem Markt zu erhalten.

- (3) Nicht korrekturbedürftig sind die Ansätze zur Aufwandsplanung und sich daraus ableitend zur Bruttomarge.



- (a) Dies gilt auch unter Berücksichtigung des Umstandes, dass durch die Wahl der Vertriebswege über die Vertriebsgesellschaft der Gruppe in den Vereinigten Staaten von Amerika nur eine niedrigere Bruttomarge erzielt werden kann als beim Direktvertrieb. Hier kann eine Marge von 70 % angenommen werden, während sie bei Einschaltung einer Vertriebsgesellschaft in der Größenordnung von 40 bis 45 % liegt. Die Einschaltung der Vertriebsgesellschaft der Gruppe und deren bestehenden Strukturen soll der Gesellschaft die über den Eigenvertrieb bislang gescheiterte Möglichkeit des Markteintritts in den USA ermöglichen, weshalb diese unternehmerische Entscheidung – trotz der geringeren Marge – nachvollziehbar ist und demzufolge von den Aktionären hingenommen werden muss. Die unterschiedlichen Vertriebswege im Vergleich zu „Perfusion Imaging“ sind – wie bereits oben unter B. II. 1 a. (2) dargestellt – nachvollziehbar. Zudem kann im Rahmen einer Plausibilitätsprüfung nicht nur auf die Bruttomarge abgestellt werden; vielmehr muss einbezogen werden, dass durch die Einschaltung der Vertriebsgesellschaft der Einstieg in den weltweit größten Markt für Medizintechnikprodukte gelingen soll und die Pulsion SE in absoluten Zahlen mit einem Umsatzwachstum von 8 % p. a. im Bereich „Critical Care“ rechnet. Die Zusammenarbeit mit dem Vertrieb von ist aber auch deshalb plausibel, weil die Gesellschaft für den Aufbau einer eigenen Vertriebsstruktur mit Vorlaufkosten von € 10 Mio. rechnet.

Hinsichtlich der Vertriebsvergütung muss von ihrer Angemessenheit und Marktüblichkeit ausgegangen werden. Zur Begründung verwiesen die Vertragsprüfer auf die Kostenkalkulation der Gesellschaft, die sie angesichts ihrer gewonnenen Erfahrung aus anderen Beratungsmandaten bezüglich der Kosten wie auch der Vergütungsstruktur abgeglichen haben und darauf



aufbauend deren Angemessenheit bejahen konnten. Zudem verwiesen und auf eine Verrechnungspreisstudie, in der die Marge von einer der großen Wirtschaftsprüfungsgesellschaften kritisch untersucht wurde. Diese Studie zeigte, dass die Marge entsprechend der Planung im Vertriebsvertrag mit 40 bis 45 % plausibel war und auch den Anforderungen in den USA genügte, wo derartige Verrechnungspreise durchaus kritisch betrachtet werden.

Eine Verbesserung der Marge über geänderte, für die Gesellschaft günstigere Einkaufsbedingungen lässt sich nicht begründen. Die Festlegung von Einkaufsbedingungen ist als unternehmerische Entscheidung ureigene Aufgabe des Vorstands einer Gesellschaft bzw. der für den Einkauf verantwortlichen, dem Vorstand nachgeordneten Stellen. Diese Entscheidung kann im Rahmen eines Spruchverfahrens nicht zur Disposition gestellt werden, solange sie sachlich begründet ist. Dies muss vorliegend allerdings bejaht werden. Die Vertragsprüfer haben nämlich im Rahmen der Plausibilisierung der Herstellungskosten sich auch mit der Entwicklung im Verhältnis zum Umsatz auseinandergesetzt. Dabei wurden nach ihren Erkenntnissen entsprechend der Ausführungen bei ihrer Anhörung Kostendegressionseffekte sehr wohl berücksichtigt; andererseits mussten auch Preissteigerungen aufgrund der allgemeinen Preissteigerungsrate in die Erwägungen zur Planung der Herstellungskosten einfließen.

- (b) Soweit im Bereich „Critical Care“ ein Rückgang der Bruttomarge von 71,5 % auf 65,3 % angesetzt wurde, rechtfertigt dieser Ansatz keinen Schluss auf mangelnde Plausibilität der Planansätze. Die Vertragsprüfer wiesen bei ihrer Anhörung darauf hin, dass hier der Hauptmarkt in Europa und damit in einem gesättigten Markt mit vergleichsweise wenig Wachstum liege. Das



Umsatzwachstum entstammt nach den Planungen vor allem aus den USA, wo allerdings wegen der anders gelagerten Vertriebsstruktur über die Vertriebsgesellschaft insgesamt nur eine geringere Marge erzielt werden kann, wie bereits dargestellt wurde. Auch für diesen Bereich fanden die Vertragsprüfer keinerlei Hinweise auf Weisungen seitens der Antragsgegnerin an die Organe der Gesellschaft.

Der Plausibilität dieser Entwicklung lässt sich auch nicht die Eigenschaft der Pulsion SE als Nischenanbieter entgegenhalten. Einen Nischenanbieter treffen die Marktentwicklungen im Gesundheitswesen in gleicher Weise, nachdem Europa als gesättigter Markt angesehen werden muss und dementsprechend dort auch ein hoher Wettbewerbsdruck herrscht.

- (c) Keiner Korrektur bedarf der Ansatz der Betriebskosten, die von € 9,9 Mio. im Jahr 2013 auf € 14,3 Mio. zum Ende der Detailplanungsphase hin steigen, obwohl durch die Zusammenarbeit mit der Gruppe der Bedarf an Vertriebspersonal sinken wird. erläuterte im Termin zur mündlichen Verhandlung, gerade dieses Problem eingehend mit den Verantwortlichen der Gesellschaft erörtert zu haben. Dabei zeigte sich, dass es in der Vergangenheit eine hohe Fluktuation im Mitarbeiterbestand gegeben habe, die beseitigt werden sollte. Als geeigneter Weg zur Erreichung dieses Zieles wurde eine bessere Vergütung des Vertriebs angesehen. Zudem sind auch die Produkte der Gesellschaft angesichts des hohen Spezialisierungsgrades für die Kammer nachvollziehbar sehr beratungsintensiv, weshalb Investitionen in die Verbesserung der Qualität des Vertriebes angezeigt und sinnvoll erscheinen. Zudem darf bei der Beurteilung der Plausibilität der geplanten Entwicklung nicht nur auf die absoluten Zahlen abgestellt werden. Vielmehr müssen diese auch in Relation zur Umsatzent-



wicklung gesetzt werden. Dabei liegt der Planung ein rückläufiger Anteil der Kosten für den Vertrieb von 27,7 % im Jahr 2014 auf nur mehr 24,4 % im Jahr 2019 zugrunde.

- (d) Die Entwicklung der Bruttomarge im Bereich „Perfusion Imaging“ ist trotz der hohen Marge beim Eigenvertrieb nicht zu korrigieren. Der Ansatz einer nahezu konstanten Marge zwischen 68,8 % und 68,1 % resultiert aus den Gegebenheiten des Marktes im Gesundheitswesen. Die im Direktvertrieb erzielbare bessere Marge wird durch gegenläufige Effekte beeinträchtigt. Der Aufbau eines eigenen Vertriebssystems ist zur Überzeugung der Kammer ohne jeden Zweifel mit erheblichen finanziellen Aufwendungen verbunden. Nicht unberücksichtigt bleiben kann auch hier der Kostendruck im Gesundheitswesen und das Auftreten von Wettbewerbern sowie alternativer Behandlungsmethoden, denen zwar gegebenenfalls über die Preisentwicklung entgegengewirkt werden kann, was aber dann zu einem Margendruck führt.
- (e) Die Distributorenmarge von EIRUS ist als marktüblich zu beurteilen und liegt in den USA bei etwa 40 % des Umsatzes. Die Angemessenheit dieser Marge wurde von den Vertragsprüfern anhand der Kalkulation überprüft; dabei konnten sie feststellen, dass dies in etwa auch der Kostenstruktur von „Critical Care“ entspreche. Zudem stellt EIRUS ein zusätzliches Produkt im Sortiment der Gesellschaft in den USA dar, weshalb die Möglichkeit des Vertriebs und des Erzielens einer Marge für die Pulsion SE ein Zusatzgeschäft darstellt.
- (f) Dem in der Planung angenommenen Anstieg der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung kann die Plausibilität nicht abgesprochen werden. Die Ursache für diese Entwicklung liegt für die Kammer nachvollziehbar und überzeugend begründet in



steigenden Anforderungen im Gesundheitswesen in allen Ländern; bestehende Produkte müssen zudem schon aus Wettbewerbsgründen permanent weiterentwickelt werden. Aufwendungen für echte Neuentwicklungen werden dagegen aktiviert und demzufolge nicht bei den Aufwendungen für Forschung und Entwicklung ausgewiesen. Die Entwicklung hat ihren Grund in steigenden Zulassungsanforderungen; gerade auch in den Vereinigten Staaten von Amerika. Die Vertragsprüfer verwiesen darauf, dass – beruhend auf Erkenntnissen aus den anderen Beratungsmandaten im Pharma- und Medizinbereich – hohe Aufwendungen durchaus nicht unplausibel gewesen sein können.

- (g) Der Ansatz steigender allgemeiner Kosten sowie der Verwaltungskosten muss nicht angepasst werden. Der Grund für diese Entwicklung liegt in der notwendig gewordenen Einführung eines Enterprise Resource Planning-Systems (ERP-System), das Voraussetzung für den Markteintritt in den Vereinigten Staaten von Amerika ist; dieses beinhaltet die Rückverfolgbarkeit aller Daten einschließlich der Geräte. Ebenso erfordert das geplante, deutliche Wachstum der Gesellschaft in Phase I eine andere Verwaltungsstruktur, nachdem die Gesellschaft bislang eigentlich diesbezüglich schlank aufgestellt war. Weiterhin fließt die Konzernumlage für Marge hier ein, wie nach den Grundsätzen der Wurzeltheorie zu beachten war. Auch vor dem Wirksamwerden des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages verfügte die Gruppe über 78 % der Anteile, weshalb bereits von einer faktischen Konzernierung ausgegangen werden konnte. Zudem sollen mit der Konzernumlage Kosten abgedeckt werden, die bei der Pulsion SE angesichts der bislang sehr schlanken Verwaltungsstruktur ohnehin entstanden wären.



- (4) Der Rückgang des betrieblichen Ergebnisses als Differenz zwischen den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und den sonstigen betrieblichen Erträgen ist zur Überzeugung der Kammer plausibel. Die sonstigen betrieblichen Erträge resultieren in erster Linie aus sich aus der Auflösung von Rückstellungen ergebenden Erträgen, aus Mieteinkünften sowie Lizenzeinnahmen. Die vorhandene Immobilie wurde als Sonderwert dem nichtbetriebsnotwendigen Vermögen zugeordnet. Dies hat zur Folge, dass zum Stichtag von einer Veräußerung ausgegangen wird mit der Konsequenz, dass Mieteinnahmen entfallen müssen, weil aufgrund von § 566 Abs. 1 BGB die Gesellschaft kraft Gesetzes ihre Vermieterstellung verliert. Im Augenblick des zum 14.8.2014 zu unterstellenden Eigentumserwerbs eines Erwerbers entsteht dann kraft Gesetzes ein neuer, wenn auch inhaltsgleicher Mietvertrag mit dem Erwerber (vgl. BGH NJW 2000, 2346 = NZM 2000, 711; NZM 2014, 904 = WuM 2014, 733, 734 = ZMR 2015, 107). Deshalb müssen Mieterträge aus den sonstigen betrieblichen Erträgen herausgerechnet werden. Zudem kommt es zum Wegfall eines befristeten Lizenzvertrags mit der Firma Dixtel, weshalb die sonstigen betrieblichen Erträge zurückgehen müssen.
- (5) Personal- und Säckkosten waren nicht gesondert auszuweisen, nachdem der Jahresabschluss nach dem Umsatzkostenverfahren erstellt wird. Personalkosten werden danach nicht gesondert ausgewiesen, sondern dort, wo sie anfallen – mithin beispielsweise bei den Herstellungskosten, den Aufwendungen für Forschung und Entwicklung oder dem Vertrieb.

Sowohl das Bewertungsgutachten von _____ als auch der Prüfungsbericht stellen auf Seite 42 bzw. 32 die angenommene Reinvestitionsrate dar, wo die Besonderheiten der jährlichen Investitionen erläutert werden. Die Abschreibungen werden bei der Annahme eines wie hier vorliegenden eingeschwungenen Zustandes in der ewigen Rente durch eine langfristige Reinvestitionsrate ersetzt, wobei



auf das letzte Planjahr aufgebaut werden kann angesichts des Vorliegens eines Gleichgewichtszustandes.

(6) Das Finanz- und Zinsergebnis wurde ebenso sachgerecht ermittelt wie Synergien zutreffend in die Planannahmen eingeflossen sind.

(a) Die Ermittlung des Zinsergebnisses erfolgte auf einer hinreichenden Tatsachengrundlage und berücksichtigte die hohe Thesaurierung. Die Planung geht von einem hohen Cash-Bestand aus, weshalb Annahmen zur Verzinsung getroffen werden mussten. Dabei flossen die thesaurierten Beträge voll ein; bei der Verzinsung wurde ein Habenzinssatz von 0,5 % angesetzt, worauf die Prüfer bei ihrer Anhörung hingewiesen haben. Auch muss sich aus der Summe der Thesaurierungen im Jahr 2019 kein höheres Zinsergebnis ergeben. Dieses wird nämlich aus der Cash flow-Rechnung abgeleitet, nicht jedoch aus der Thesaurierung. Dabei fließen in die Cash flow-Rechnung auch Investitionen ein, die dann den Gesamtbestand reduzieren. Aus der Working Capital-Berechnung ergab sich für das Jahr 2014 ein durchschnittlicher Finanzbestand von € 3 Mio. und von € 25 Mio. am Ende von Phase I. Da aber Investitionen zu negativen Cash flow-Effekten führen, kann die Liquidität nie gänzlich zur Ausschüttung gelangen. Bei der Pulsion SE schwankte der Cash flow aus Investitionen nach den Ausführungen der Vertragsprüfer im Rahmen ihrer Anhörung zwischen € 3,5 und € 4 Mio., während die Abschreibungen über die Laufzeit geringer waren.

(b) Synergien flossen angemessen in die Planung ein, wobei sich diese namentlich aus der Zusammenarbeit mit der Gruppe in den USA ergeben haben. Diese unechten Synergien hätten sich auch ohne die Strukturmaßnahme realisieren lassen und waren folglich berücksichtigungsfähig. Eine Aufteilung von



Synergien zwischen der Pulsion SE und der Antragsgegnerin bzw. der Gruppe war dagegen nicht veranlasst, weil Bewertungsobjekt – anders als bei einer Verschmelzung - ausschließlich die beherrschte Gesellschaft, also die Pulsion SE ist.

(7) Im Terminal Value bedarf es keiner Korrekturen.

- (a) Ab den Jahren 2020 ff. konnte von einem eingeschwungenen Zustand ausgegangen werden. Dies ist dann der Fall, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse annahmegemäß nicht mehr wesentlich verändern bzw. mit einer konstanten Rate, der mit dem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz Rechnung getragen wird, verändern. Dabei zeichnet sich die Ewige Rente durch die Berücksichtigung langfristiger Entwicklungstendenzen bei der Projektion der in der Detailplanungsphase gewonnenen Erkenntnisse aus (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.9.2011, Az. 20 W 7/08 – zit. nach juris; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 305 Rdn. 97). Davon muss hier ausgegangen werden. Dem steht der Rückgang des Wachstums ab Beginn der ewigen Rente nicht entgegen. Wachstumsreiber in Phase I war in aller erster Linie der Markteintritt in den USA, wo die Gesellschaft einen Marktanteil von 10 % anstrebt, sie allerdings auch im Wettbewerb mit starken, bereits bestehenden Unternehmen steht. Nach Erreichen eines Marktanteils in dieser Größenordnung wird somit kein weiteres Wachstum in den USA möglich sein, weil auch dort ein gesättigter Markt vorliegt und die Marktsättigung nach den Planannahmen im Jahr 2019 für die Pulsion SE erreicht sein wird.



Etwas anderes lässt sich auch nicht aus den rückläufigen Margen begründen, nachdem – wie oben angeführt – diese Entwicklung als plausibel eingestuft werden muss. Die Steigerung der absoluten Zahlen des EBIT hat ihre Ursache vor allem in der Entwicklung in den USA. Die Annahme der Gesellschaft, im Jahr 2019 einen Marktanteil von 10 % zu erreichen, ist kompatibel mit veröffentlichten Studien. Die Vertragsprüfer wiesen in ihrer ergänzenden Stellungnahme vom 21.3.2016 darauf hin, im Bereich „hämodynamisches Monitoring“ habe es im Jahr 2009 ein weltweites Marktvolumen von US-\$ 120 Mio. gegeben, wovon 37,5 % in den Vereinigten Staaten von Amerika erzielt worden seien. Das weltweite Marktpotential wurde auch vom Marktführer Edward Lifesciences Inc. ausweislich dieser zitierten Studie auf US-\$ 540 Mio. geschätzt. Die durchschnittliche Wachstumsrate in den Jahren 2008 bis 2012 sollte sich nach dieser im Februar 2010 publizierten Studie auf 17 % p. a. belaufen, woraus sich bei einer Fortführung bis 2013 für die USA ein Marktvolumen von rd. US-\$ 80 Mio. ergab. Dieser Ansatz steht in etwa auch in Einklang mit den Prognosen der Pulsion SE, deren Markteinschätzung einen Anteil des Marktes in den USA von US-\$ 45 Mio. ergab. Geht man nun von diesem Marktpotenzial von weltweit US-\$ 540 Mio. aus, so entfallen auf die USA bei einem Marktanteil von 45 % am Weltmarkt US-\$ 243 Mio. In ihrer Planung geht die Gesellschaft für den Geschäftsbereich „Critical Care“ von einem realisierbaren Umsatz von € 10 Mio. aus. Unter Berücksichtigung des Distributoren-Rabatts von 40 % entspricht dies einem Umsatz an die Endkunden durch USA in Höhe von rd. US-\$ 23 Mio. Der erwartete Anteil von Pulsion entspricht also 9,5 % des Marktpotenzials in den USA auf der Basis der Erkenntnisse dieser Studie und zeigt nur eine geringe Abweichung von den sinngemäß plausiblen Annahmen in der Planung der Pulsion SE, weshalb



dann auch ein eingeschwungener Zustand zugrunde gelegt werden kann.

- (b) Die angesetzten Margen resultieren aus der Fortschreibung der Umsatzerlöse und der Aufwendungen entsprechend dem Postulat eines eingeschwungenen Zustands. Da die plausiblen und demzufolge nicht anzupassenden Werte der Phase I aber fortgeschrieben werden konnten, ergibt sich die Angemessenheit der Margen in der Ewigen Rente als logische Konsequenz daraus. Dadurch kommt es auch nicht zu einem "Verbrennen" von Geldern. In absoluten Zahlen steigt nämlich das EBIT im Laufe der Detailplanungsphase von € 10,4 Mio. auf € 14,3 Mio. im Jahr 2019, also insgesamt um knapp 40 %, wobei dies zu einem wesentlichen Teil auf Synergieeffekte in den Vereinigten Staaten von Amerika zurückzuführen ist.
- (8) Bei den Ansätzen zur Thesaurierung bzw. Ausschüttung muss es zu keinen Änderungen kommen, wobei dies sowohl für den Zeitraum der Detailplanungsphase als auch für den der ewigen Rente gilt.
- (a) Die Ansätze zur Thesaurierung und Ausschüttung der Jahresüberschüsse entspricht dem Unternehmenskonzept der Gesellschaft und kann daher nicht in Frage gestellt werden. Es wird nämlich regelmäßig davon ausgegangen, dass sich der Umfang der Ausschüttungen bzw. Thesaurierung in der Planungsphase I an den konkreten Planungen der Gesellschaft zu orientieren hat (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5 HK O 17095/11; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5 HK O 2665/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5 HK O 22657/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Die nachvollziehbaren Erwägungen der Gesellschaft sahen dabei eine Ausschüttungsquote von 30 % vor, die nicht als zu hoch angesetzt eingestuft werden kann. Nachdem aus der Vergangenheit keine



verlässlichen Daten zur Plausibilisierung der in die Zukunft gerichteten Planannahmen zur Thesaurierung gezogen werden konnten, nahmen die Vertragsprüfer einen Vergleich mit den in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen vor, wie ein ähnliches Ausschüttungsverhalten aufweise.

Ein gesonderter Wertbeitrag aus Thesaurierung musste in der Detailplanungsphase nicht ausgewiesen werden. Bei der Pulsion SE kam es zum Aufbau erheblicher Liquiditätsbestände, die zu einem sinkenden Beta-Faktor führen. Demzufolge ist von einem höheren Unternehmenswert auszugehen als bei Annahme einer Vollausschüttung. Aber auch bei einer Ausschüttungsquote von 80 % oder der Ausschüttung einer Sonderdividende in Höhe von € 10 Mio., die im Jahr 2017 möglich wäre, kann eine Erhöhung des Unternehmenswertes nicht angenommen werden, wie die Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme erläutert haben, nachdem die von ihnen ermittelten Werte sogar unter dem Ertragswert lagen, der nach der Aktualisierungserklärung angesetzt wurde. Gerade bei einer Sonderdividende muss berücksichtigt werden, dass dann die persönliche Steuerlast auf die Ausschüttung zu berücksichtigen wäre. Ebenso ist zusehen, dass dadurch der Verschuldungsgrad der Pulsion SE ansteigen würde, was einen höheren Beta-Faktor und damit eine Erhöhung des Kapitalisierungszinssatzes nach sich ziehen würde.

- (b) Die mit 30 % im Terminal Value angesetzte Ausschüttungsquote muss ebenfalls nicht verändert werden. Diese liegt zwar etwas niedriger als die regelmäßig am Kapitalmarkt zu beobachtenden Ausschüttungsquoten, die üblicherweise als zwischen 40 und 60 %, zum Teil auch als zwischen 40 und 70 % liegend beschrieben werden. Allerdings führt der Ansatz einer niedrigeren Ausschüttungsquote, die sich hier an den bei Vergleichsun-



ternehmen beobachtbaren Quoten orientiert, im Vergleich zum Durchschnitt des Kapitalmarktes zu einem die Antragsteller und übrigen Minderheitsaktionäre nicht benachteiligenden Ansatz. Dies ist die Folge daraus, dass die Ausschüttung dem vollen persönlichen Ertragsteuersatz für Einkünfte aus Kapitalvermögen unterliegt, während es bei der Thesaurierung regelmäßig zum Ansatz nur des hälftigen Steuersatzes von 13,1875 % kommt.

- (c) Nicht zu korrigieren ist der Ansatz der effektiven Ertragsteuer auf Wertsteigerungen, der tatsächlich mit 13,1875 % bzw. gerundet 13,19 % angesetzt wurde. Zu berücksichtigende Wertsteigerungen, die der Abgeltungssteuer unterliegen, sind die inflationsbedingten Kursgewinne ebenso wie der Wert bei Prag von Thesaurierung von insgesamt € 8,763 Mio.; hierfür ist der hälftige Satz der Abgeltungssteuer anzusetzen. Gegen die Höhe dieses Steuersatzes bestehen keine Bedenken.

- (b) Die Festlegung eines Steuersatzes bedarf typisierender Annahmen. Aus empirischen Studien, die es wenigstens in den Vereinigten Staaten von Amerika, wenn auch nicht für Deutschland gibt, erkennt man eine Haltedauer zwischen 25 und 30 Jahren. Auch wenn diese lange Dauer entsprechend den Erkenntnissen der Kammer aus anderen Spruchverfahren mit der Existenz von sehr langfristig engagierten Pensionsfonds zusammenhängt und dies für Deutschland nicht zwingend sein mag, kann es beim angesetzten Steuersatz bleiben. Dem lässt sich insbesondere auch nicht die Regelung aus § 52 a Abs. 10 EStG entgegenhalten. Ohne eine typisierende Betrachtung ließe sich nämlich ein einheitlicher Unternehmenswert nicht festlegen. Die Verwendung typisierter Steuersätze ist die notwendige Folge der Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswerts und folglich unvermeidbar. Es ist deshalb auch nicht zu



beanstanden, wenn eine inländische unbeschränkt steuerpflichtige natürliche Person als Anteilseigner angenommen wird. Wenn für Stichtage nach dem 1.1.2009 im Rahmen der Ermittlung der Zuflüsse an die Anteilseigner von der Besteuerung der Veräußerungsgewinne auszugehen ist, im Einzelfall aber ein Anteilsinhaber einen steuerfreien Veräußerungsgewinn haben kann, so muss dies bei der notwendigen Typisierung außer Betracht bleiben (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2015, 508, 511f. = ZIP 2015, 1166, 1170; Beschluss vom 18.6.2014, Az. 31 Wx 390/13; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; AG 2014, 208, 211; Beschluss vom 18.12.2009, Az. 20 W 2/08; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Kunowski/Popp in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 1060 f.; in diese Richtung auch Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 488 ff., insbesondere 491).

Ein Abstellen auf die individuelle Haltedauer und die individuellen Steuersätze eines jeden einzelnen Aktionärs – gegebenenfalls auch mit Sitz im Ausland – würde eine Unternehmensbewertung unmöglich machen, zumal die Gesellschaft über Inhaberaktien verfügt und folglich die Aktionäre nicht einmal namentlich bekannt sind. Angesichts dessen ist die hier vorgenommene typisierende Betrachtung unausweichlich.

Demgemäß stellen sich die erzielbaren Überschüsse wie folgt dar:

Ertragswertberechnung	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	ER
Wert	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Jahresüberschuss nach Minderheiten	7.373	7.151	7.592	8.383	9.104	10.241	10.381



Thesaurierung	5.161	5.005	5.314	5.868	6.373	7.169	645
Wertbeitrag aus Wertsteigerungen	0	0	0	0	0	0	6.622
Effektive Ertragsteuer auf Wertsteigerungen	0	0	0	0	0	0	1.156
Wertbeitrag aus Ausschüttung	2.212	2.145	2.278	2.515	2.731	3.072	3.114
Ertragsteuer auf Ausschüttung	583	566	601	663	720	810	821
Ausschüttungsquote	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
Nettoeinnahmen	1.629	1.579	1.677	1.852	2.011	2.262	7.759

- b. Der Wert der Ausschüttungen muss nach der Ertragswertmethode mit Hilfe des Kapitalisierungszinssatzes auf den Tag der Hauptversammlung abgezinst werden. Über den Ansatz des Kapitalisierungszinssatzes, der vorliegend im Risikozuschlag einer Korrektur nach unten bedarf, soll eine Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagemöglichkeiten hergestellt werden.

Zutreffend ist der Ausgangspunkt bei der Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes unter Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln (vgl. OLG München NJW-RR 2014, 473, 474; AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355). Dabei ist im Rahmen der Unternehmensbewertung nach dem im Zeitpunkt der Hauptversammlung maßgeblichen Steuerregime der Abgeltungssteuer von einem Steuersatz von 25 % entsprechend der gesetzlichen Regelungen in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 d Abs. 1 Satz 1 EStG auszugehen, der auch angesetzt wurde. Zudem ist der Solidaritätszuschlag zu beachten, woraus sich dann ein Steuersatz von 26,375 % errechnet.



- (1) Der Basiszinssatz war unter Heranziehung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank auf 2,25 % vor Steuern und demgemäß auf 1,66 % nach Steuern festzusetzen.
- (a) Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 323 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.



Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Hauptversammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gemäß § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Dabei wurde aufgrund der Stichtags- bzw. Aktualisierungserklärung der Bewertungsgutachter wie auch der Vertragsprüfer der ursprünglich angesetzte Basiszinssatz von 2,5 % auf 2,25 % vor Steuern reduziert nachdem sich ein exakter Basiszinssatz von 2,34 % vor Steuern anhand der Zinsstrukturkurve ergeben hatte. Die dann vorgenommene Abrundung auf 2,25 % ist nicht zu beanstanden. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfach- wie auch verfassungsrechtlich gebotener Ausgleich der jeweils geschützten gegenläufigen Interessen der Minderheitsaktionäre und der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin zugrunde. Die Heranziehung von Parametern, die den richtigen Werten möglichst nahe kommen, wird dem gesetzlich vorgegebenen Interessenausgleich am ehesten gerecht. Die vorgenommene Rundung auf 2,25 % vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt. (vgl. OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK o 1913/14). Zudem wirkt sich die Abrundung nicht zum Nachteil der Minderheitsaktionäre aus.

- (b) Eine Reduktion wegen der Existenz von Credit Default Swaps muss nicht erfolgen. Allein der Umstand, dass am Markt auch



Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland zu beobachten sind, rechtfertigt nicht den Ansatz einer Kürzung des Basiszinssatzes. Zum einen ist die Bundesrepublik Deutschland – ungeachtet einer möglichen, aber keinesfalls sicheren Verwirklichung von Haftungsrisiken als Folge der Staatsschuldenkrise innerhalb des Euro-Raums – unverändert ein sicherer Schuldner. Auf ein theoretisches Restausfallrisiko kommt es nicht entscheidend an, weil völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind. Zudem ist aus anderen Spruchverfahren gerichtsbekannt, dass es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland gibt; diese sind indes zahlenmäßig so gering, dass eine Berücksichtigung beim Basiszinssatz nicht gerechtfertigt sein kann. Weiterhin kann auch nicht unberücksichtigt bleiben, dass die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund der Neuregelungen in Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG zumindest nicht in dem Ausmaß ansteigen dürfen, wie dies in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten war (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/14; Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

- (c) Ebenso wenig ist es geboten, den Basiszinssatz in Phase I jeweils für ein konkretes Planjahr unter Ansatz der Verzinsung von Bundesanleihen mit dieser Restlaufzeit gesondert auszuweisen. Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum stellt eine allgemein übliche und nicht zu beanstandende Vorgehensweise dar (so ausdrücklich OLG München NJW-RR 2014, 423, 474). Dies ergibt sich letztlich auch aus der Überlegung, dass Erträge zwar jähr-



lich erzielt und ausgeschüttet werden sollen, die Dauer des Unternehmens und damit die Ermittlung des Ertragswertes in die Ewigkeit angelegt ist und demzufolge auch nicht von einer jährlich neu stattfindenden Alternativanlage ausgegangen werden kann, wenn Bewertungsanlass das Ausscheiden eines Aktionärs aus der Gesellschaft ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5 HK O 11296/06; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

Aus demselben Grund muss auch nicht auf die durchschnittliche Laufzeit der Finanzierungskredite der Pulsion SE abgestellt werden.

- (d) Diesem Ansatz lässt sich nicht entgegenhalten, aus den Beispielen der PIIGS-Staaten ergebe sich die konkrete Gefahr einer Insolvenz auch der öffentlichen Hand. Auch hier gilt es zum einen zu berücksichtigen, dass es sich bei Anleihen der Bundesrepublik Deutschland um hinreichend (quasi-)sichere Papiere handelt. Zum anderen muss aber vor allem gesehen werden, dass infolge der Neuregelungen im Grundgesetz, die auch als „Schuldenbremse“ bezeichnet werden, die Gefahr eines Staatsbankrotts der Bundesrepublik Deutschland als in höchstem Maße unwahrscheinlich bezeichnet werden muss und folglich vernachlässigt werden kann.
- (e) Soweit die Höhe des hier angenommenen Basiszinssatzes unter Hinweis auf den von der Deutschen Bundesbank ermittelten Basiszinssatz zwischen - 0,64 % bzw. - 0,53 % gerügt wird, rechtfertigt dies keine andere Beurteilung. Dieser von einem Teil der Antragsteller in Bezug genommene Basiszinssatz ist derjenige, der in § 247 BGB genannt ist. Referenzgröße für diesen vor allem für die Ermittlung des Verzugszinssatzes relevan-



ten Zinssatz ist ausschließlich der Zinssatz für die jüngste Hauptrefinanzierungsoperation der Europäischen Zentralbank auf dem letzten Stand vor dem ersten Kalendertag des betreffenden Halbjahres. Dabei handelt es sich um ein Instrument der offenen Markpolitik (vgl. Grundmann in: Münchener Kommentar zum BGB, 7. Aufl., § 247 Rdn. 7). Dies hat nichts mit dem für Zwecke der Unternehmensbewertung und der Kapitalisierung der Jahresüberschüsse heranzuziehenden Basiszinssatz zu tun, der entsprechend den oben beschriebenen Grundsätze mit Hilfe der Svensson-Methode anhand der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank ermittelt werden und die in die Ewigkeit gerichtete Unternehmensbewertung berücksichtigen muss.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der gleichfalls nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen und für die Pulsion SE jeweils nach Steuern auf 4,46 % im Jahr 2014, 4,3 % im Jahr 2015, 4,2 % im Jahr 2016, 4,08 % im Jahr 2017, 3,95 % im Jahr 2018, 3,8 % im Jahr 2019 sowie auf 3,17 % im Terminal Value festzusetzen ist.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltene Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfor-



dernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

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

(aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nach-



prüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

- (bb) Die Kammer vermag der vielfach vertretenen alleinigen Maßgeblichkeit des (Tax-)CAPM in dieser Allgemeinheit nicht zu folgen. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,90 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometri-



schen Mittels werden Studien aufgezeigt, die vor Steuern Werte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Auch sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das aktuelle steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. Wagner/Jonas/ Ballwieser/ Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).



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

Insoweit geht die Kammer in ständiger Rechtsprechung unter Berücksichtigung der gebotenen kritischen Auseinandersetzung mit diesem Modell davon aus, zwischen diesen beiden Extremen liegende Werte anzusetzen (vgl. nur LG München I, Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 29.8.2014, Az. 5HK O 7455/13; in diese Richtung auch OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 448 f.).

- (cc) Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).



(b) Beim (Tax-)CAPM als einem der maßgeblichen Elemente zur Ermittlung des anzusetzenden Risikozuschlags ergibt dieser aus dem Produkt von Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor.

(aa) Dabei geht das kapitalmarktorientierte (Tax-)CAPM von einer Marktrisikoprämie aus, die sich aus der Differenz der erwarteten Rendite des Marktportfolios und dem risikolosen Zinssatz ergibt. Allerdings vermag die Kammer den Ansatz einer entsprechend einer aktuellen Verlautbarung des FAUB des IDW vom 19.9.2012 und einer aufgrund von aktuellen Marktbeobachtungen und Kapitalmarktstudien von Ratingagenturen basierenden implizit ermittelten Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern nicht zu teilen.

Der Ansatz einer implizit aus Prognosen von Finanzanalysten und Ratingagenturen ermittelten Marktrisikoprämie ist nicht geeignet, diese Überrendite abzuleiten. Gerade die Schätzung von Finanzanalysten und Ratingagenturen ist in hohem Maße abhängig von deren subjektiver Einschätzung. Angesichts dessen täuscht die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl der zu treffenden Annahmen nur eine scheinbare Genauigkeit erzielt werden kann und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Ebenso wie die zu treffende Aussage, inwieweit Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegen die Überlegungen und Einschätzungen von Ratingagenturen, Finanzanalysten oder auch von Kapitalmarktstudien subjektiven Einschlägen, weshalb es mehr als problematisch ist, aus ihnen die künftige Marktrisikoprämie unter Einfluss der Folgewirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise abzu-



schätzen. Gegen diesen Ansatz spricht insbesondere auch die Überlegung, dass die Marktkapitalisierung als Input-Parameter für die Bemessung der Marktrisikoprämie herangezogen wird (zu diesem Erfordernis ausdrücklich Wagner/Mackenstedt/Schieszl/Lenckner/Willershausen WPg. 2013, 947, 957). Das Modell zur Ermittlung impliziter Kapitalkosten muss konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Dabei wird üblicherweise auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten und damit der impliziten Marktrisikoprämie erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatzes exakt zum Börsenkurs führen und dann unmittelbar auf diesen abgestellt werden könnte (vgl. LG München I ZIP 2015, 2124, 2130; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5HK O 18925/08; auch Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 72 f.).

Eine im Vergleich zu der früheren Empfehlung des FAUB des IDW um einen Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie lässt sich auch nicht mit den Besonderheiten der Auswirkungen der Finanzmarkt- und Staatsschuldenkrise begründen. Auch die Vergangenheitszahlen, die die Grundlage der vom IDW bis zur der angesprochenen Verlautbarung angesetzten Empfehlung einer Marktrisikoprämie nach Steuern unter Geltung des Steuerregimes der



Abgeltungssteuer mit Werten in einer Bandbreite von 4 bis 5 % bildete, umfassten mehrere konjunkturelle Zyklen mit Phasen des Aufschwungs wie auch des konjunkturellen Abschwungs. Wenn davon auszugehen ist, dass es nach der Finanzmarktkrise zu einem – wenn auch unerwartet raschen – erneuten Aufschwung kam, erscheint bereits fraglich, ob es sich dabei um eine schwere und lange Wirtschaftskrise handelt (vgl. LG Frankfurt, Beschluss vom 8.6.2015, Az. 3-05 O 198/13). Die These einer konstant realen Aktienrendite, die angesichts eines historisch niedrigen Basiszinssatzes vertreten wird, lässt sich empirisch nur schwer untermauern. In der Bewertungsliteratur wird zwar wiederholt auf Marktanalysen verwiesen, wonach die Gesamtrenditeerwartung der Anteilsnehmer nicht gesunken, sondern konstant geblieben sei (vgl. Wagner/Mackenstedt/ Schieszl/Willershausen WPg 2013, 948, 950 ff.; Zeidler/Tschöpe/Bertram CF 2014, 70, 77 ff.; Baetge/Niemeyer/Kümmel/Schulz in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 396 f.). Allerdings ist diese These – wie die Kammer aus anderen Spruchverfahren weiß – gerade nicht unumstritten, sondern ebenso vertreten wird, die Kapitalmarktteilnehmer würden infolge des Verharrens des Renditeniveaus quasi-risikoloser Bundesanleihen auf dem aktuell niedrigen Stand auch ihre Renditeerwartungen für risikobehaftete Investitionen reduzieren.

Auch andere Versuche zur Begründung, wie sie zum Teil über den Unterschied zwischen der Rendite deutscher Staatsanleihen und dem Interbankenzins – mithin dem Zinssatz, zu dem sich ein Kapitalmarktteilnehmer mit dem geringsten Risiko und folglich dem geringsten Zinssatz verschulden kann – vorgenommen werden, vermögen



nicht restlos zu überzeugen. Nach einem Anstieg dieses Spreads im Gefolge der Finanzmarkt- und der europäischen Staatsschuldenkrise noch bis in das Jahr 2013 hinein kam es wieder zu einem Rückgang des Delta des 12-Monats-Euribor, wobei Werte erreicht wurden, die nicht deutlich über dem Spread aus der Zeit vor der Finanzmarktkrise lagen. Dann aber lässt sich auch aus dieser Überlegung heraus nicht der Schluss auf eine um 1 Prozentpunkt erhöhte Marktrisikoprämie ziehen.

Für den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5 % nach Steuern im Anwendungsbereich des (Tax-)CAPM sprechen auch die Wertungen des Gesetzgebers, auf die zurückgegriffen werden kann. In § 203 Abs. 1 BewG legte der Gesetzgeber für das vereinfachte Ertragswertverfahren einen Risikozuschlag von 4,5 % fest, wobei diesem Ansatz ein durchschnittliches Marktrisiko zugrunde liegt. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung gelangt, kann die darin zum Ausdruck gekommene Grundentscheidung und Wertung des Gesetzgebers nicht gänzlich außer Acht gelassen werden (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2014, 453, 455 = Der Konzern 2014, 172, 174 = NJW-RR 2014, 473, 474 f.; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1170). Zwar lag zum Zeitpunkt des Inkrafttretens der Neuregelung in § 203 Abs. 1 BewG der Basiszinssatz deutlich höher. Doch wird die Wertung des Gesetzgebers bei einer Erhöhung der Marktrisikoprämie um einen Prozentpunkt zu stark in den Hintergrund gedrängt. Die Kammer erachtet den Ansatz, ein Investor berücksichtige bei seiner Renditeerwartung auch den Rückgang des Basiszinssatzes, weshalb die Überrendite in ihrer Höhe keiner Veränderung bedürfe, als jedenfalls



nicht weniger gut geeignet, um die Marktrisikoprämie festzulegen.

Bei dieser Ausgangslage mit dem Fehlen eindeutiger empirischer Studien, die konstant reale Renditeforderungen bestätigen oder ausschließen, und den unterschiedlichen – auch vor dieser Kammer vorgenommenen – Erklärungsversuchen zur Rechtfertigung der Empfehlung des FAUB des IDW – ist eine im Wege der Schätzung gewonnene Marktrisikoprämie von 5 % , die sich im Schnittbereich der ursprünglichen Empfehlung des Fachausschusses Unternehmensbewertung des IDW mit den angepassten neueren Empfehlungen ansiedelt, zur Überzeugung der Kammer sachgerecht (so schon LG München I ZIP 2015, 2124, 2130 f.).

- (bb) Der zur Ermittlung des unternehmensindividuellen Risikos im Rahmen der Anwendung des (Tax-)CAPM herangezogenen Beta-Faktors konnte aus einer Peer Group vergleichbarer Unternehmen abgeleitet werden, weil das unternehmenseigene Beta der Pulsion SE nicht als aussagekräftig eingestuft werden kann. Die fehlende Maßgeblichkeit des originären Beta-Faktors beruht auf den nachstehenden Erwägungen.

Die Vertragsprüfer verwiesen in ihrem Prüfungsbericht auf einen unternehmenseigenen Beta-Faktor von 1,2 in einem 5-Jahreszeitraum gegenüber dem MSCI World Index für den Stichtag 4.12.2013 und von 1,0 für den Stichtag 17.2.2014, wobei es sich um den Ansatz eines raw Beta handelte. Der Ansatz über den unternehmenseigenen Beta-Faktor, der angesichts seiner über dem über die Peer Group angesetzten Beta-Faktor liegenden Höhe ohnehin zu einem niedrigeren Unternehmenswert führen würde, ist



nicht geeignet, das unternehmensindividuelle Risiko der Gesellschaft abzubilden. Entscheidend gegen seinen Ansatz spricht die mangelnde Liquidität der Aktien der Pulsion SE. Zum einen zeigt sich dies an dem Bid-Ask-Spread, der nach dem nicht bestrittenen und daher gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden geltenden Vortrag der Antragsgegnerin im Analysezeitraum über 2 % lag und sich erst in den Jahren 2013 und 2014 verringerte. Aus dieser Verringerung in den Jahren 2013 und 2014 kann indes ein anderes Ergebnis nicht abgeleitet werden. In dieser Zeitspanne war der Aktienkurs nach den im Bewertungsgutachten von [redacted] wiedergegebenen Erkenntnissen bereits durch das Übernahmeangebot verzerrt. Ab der Veröffentlichung eines Übernahmeangebots wird der Aktienkurs regelmäßig von diesem geprägt sein und spiegelt dann auch nicht mehr hinreichend das eigene operative Risiko der Gesellschaft wieder (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012, Az. 21 W 14/11, Beck RS 2012, 20564; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 27.5.2014, Az. 3-05 O 34/13, Beck RS 2014, 12643).

Der Ansatz eines das operative Risiko widerspiegelnden, unverschuldeten Beta-Faktors von 0,9 muss nicht korrigiert werden. Dabei können grundlegende Bedenken gegen die Zusammensetzung der Peer Group auch unter Einschluss ausländischer Unternehmen nicht erhoben werden. Es ist in der Rechtsprechung weithin anerkannt, dass auch ausländische Unternehmen in eine Peer Group aufgenommen werden können (vgl. OLG Celle AG 2007, 865, 867 = ZIP 2007, 2025, 2028; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; LG München I, Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13). Dies resultiert neben



der Verflechtung der Kapital- und Aktienmärkte vor allem auch aus der Erwägung heraus, dass alle Unternehmen der Peer Group in gleicher Weise wie die Gesellschaft auf internationalen Märkten tätig sind.

Als Referenzzeitraum legten die Bewertungsgutachter von einem Zeitraum zwischen dem 1.4.2012 und dem 31.3.2014 zugrunde, für den sie bei den direkten Wettbewerbern unlevered Beta-Faktoren zwischen 0,71 und 1,10 sowie im Durchschnitt von 0,92 ermittelten, wobei sie die Werte aus wöchentlichen Beta-Faktoren für die unabhängigen Jahresscheiben gegen den marktbreitesten Landesaktienindex ableiteten. Demgegenüber legten die Vertragsprüfer ausweislich ihres Prüfungsberichts eine eigene Peer Group zugrunde, die sich auch in der Zusammensetzung von derjenigen der Bewertungsgutachter unterscheidet und analysierten dabei einen 5-Jahres-Zeitraum, wobei sie raw Beta auf monatlicher Basis zum 4.7.2014 gegen den MSCI World Developed Countries als Referenzindex heranzogen. Dabei gelangten sie ebenfalls zu einem unlevered Beta-Faktor von 0,9, wie er auch von den Bewertungsgutachtern zugrunde gelegt wurde. Wenn anhand dieser unterschiedlichen Analysen derselbe Beta-Faktor ermittelt wird, muss die Kammer nicht abschließend entscheiden, welcher Methode der Vorzug zu geben ist.

- (cc) Gegen die Zusammensetzung der Peer Group können grundlegende Bedenken nicht erhoben werden.

Die Boule Diagnostics AB musste nicht in die Peer Group aufgenommen werden. Stellt man auf einen fünfjährigen Betrachtungszeitraum wie die Vertragsprüfer ab, resultiert dies aus der Erwägung heraus, dass die Aktie dieser Ge-



sellschaft erst seit dem 23.6.2011 an der Börse gelistet ist. Doch auch bei dem kürzeren Betrachtungszeitraum von ergibt sich kein anderes Ergebnis. In den rund drei Jahren bis zur Hauptversammlung fehlt es namentlich an der nötigen Liquidität der Aktie, was sich aus dem relativen Bid-Ask-Spread von rund 3,7 % und einem durchschnittlichen Handelsumsatz von lediglich € 22.000,- zeigt. Nicht aufgenommen werden musste auch Fresenius angesichts unterschiedlicher Geschäftsmodelle. Dieses Unternehmen ist sehr breit aufgestellt und vor allem sehr stark in der Dialyse tätig. Zudem ist dieses Unternehmen über seine Tochtergesellschaft Helios auch als Krankenhausbetreiber tätig, während es an Aktivitäten im Bereich „Critical Care“ fehlt. Zudem spricht auch hier die Größe dieser Gesellschaft gegen die Vergleichbarkeit. Unterschiedliche Geschäftsmodelle führen auch dazu, dass Scomordics und Williams Demant nicht in die Peer Group aufgenommen werden mussten. Scomordics betreibt Oberflächenbearbeitung medizinischer Geräte, während Williams Demant Hörgeräte herstellt. Bei Escalon Medical Corp. fehlt es an der Liquidität der Aktie. Auch die Geschäftsmodelle von aap Implantate und Analytika Jena sind nicht mit denen der Pulsion SE vergleichbar.

Demgegenüber konnten die beiden Unternehmen St. Jude Medical Inc. und Biosensors International Group Ltd. mit unlevered Beta-Faktoren von 1,1 bzw. 1,2 in die jeweilige Peer Group von wie auch der Vertragsprüfer aufgenommen werden. Die in den beiden Stellungnahmen beschriebenen Geschäftsbereiche sind mit denen der Pulsion SE durchaus vergleichbar. Ebenso waren in dem zugrunde gelegten Zeitraum die Aktien beider Gesellschaften liquide, wie sich aus den relativen Bid-Ask-Spread von



0,02 % bzw. 0,6 % zeigt. Für die Liquidität der Aktien spricht auch der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz und die Zahl der Tage an denen die Aktien dieser beiden Unternehmen gehandelt wurden. Bei St. Jude Medical Inc. lag der durchschnittliche tägliche Handelsumsatz bei € 97,817 Mio. und bei Biosensors International Group Ltd. immerhin noch bei € 4,005 Mio.; Handel fand an 1262 bzw. 1260 Tagen statt – praktisch also nahezu täglich.

Eine Reduktion der Peer Group auf die beiden Unternehmen Eckert + Ziegler Strahlen- und Medizintechnik AG sowie Getinge wäre nicht sachgerecht. Die Prüfer erläuterten diesen Befund dahingehend, dass Getinge eine Konzernobergesellschaft sei, wobei allerdings 53 % des Umsatzes auf den Bereich „Medical Systems“ entfallen, wozu nicht nur die Diagnostik gehört; Care macht 27 % und Desinfektion 20 % des Gesamtumsatzes aus, der bei umgerechnet € 5,5 Milliarden und damit – selbst bei Zugrundelegung des letzten Jahres der Detailplanungsphase – noch etwa 100 mal höher liegt als der der Pulsion SE. Dies spricht vor allem auch gegen die zwingende Aufnahme dieser Gesellschaft in eine Peer Group. Da vorliegende Unternehmen vorhanden sind, die von ihrer Größe her sich viel eher mit der Pulsion SE vergleichen lassen, konnte Getinge – ebenso wie Philips – nachvollziehbar von den Vertragsprüfern unberücksichtigt gelassen werden. Die Eckert + Ziegler AG ist gegenüber den anderen Peer Group-Unternehmen nicht besser vergleichbar, weshalb sich eine Beschränkung ausschließlich auf dieses Unternehmen nicht rechtfertigen ließe. Abgesehen davon hätte dies zur Konsequenz, dass über die von den Vertragsprüfern herangezogene Methode ein höherer Beta-Faktor für dieses Unternehmen abgebildet wurde. Die Be-



wertungsgutachter von I konnten zu den Signifikanten Beta-Faktoren für die Jahre 2014 und 2012, nicht aber für das Jahr 2013 feststellen.

Über ein Branchen-Beta lässt sich ein aussagekräftigerer Beta-Faktor nicht herleiten, weil in dessen Berechnung die Werte vieler Unternehmen einfließen, die mit dem Bewertungsobjekt letztlich nicht oder jedenfalls kaum vergleichbar sind.

- (dd) Neben dem operativen Risiko muss auch das Finanzierungsstrukturrisiko, wie es mit Hilfe der Beta-Faktoren ermittelt wird, einfließen. Dabei stellt sich die Situation der Gesellschaft so dar, dass der verschuldete Beta-Faktor angesichts der hier gegebenen Besonderheiten niedriger liegt als der unverschuldete. Bei den Annahmen zur Theasaurierung wurde davon ausgegangen, dass vom Jahresüberschuss 30 % an die Aktionäre ausgeschüttet werden, während die restlichen 70 % im Unternehmen verbleiben. Demzufolge baut sich der durchschnittliche Cash-Bestand der Pulsion SE von rund € 3 Mio. im Jahr 2014 im Laufe der Detailplanungsphase auf rund € 25 Mio. auf. Der daraus abzuleitende Werteffekt vollzieht sich mittelbar dergestalt, dass die entsprechenden Zinsergebnisse den Jahresüberschuss erhöhen und es zum anderen zu einer Veränderung des Risikozuschlags nach unten kommt. Die Berechnung des periodenspezifischen Verschuldungsgrades erfolgt auf der Basis des Net Debet, mithin als verzinsliches Fremdkapital abzüglich des Cash-Bestandes der jeweiligen Periode. Da die Gesellschaft zum Bewertungsstichtag wie auch in Phase I kein verzinsliches Fremdkapital aufweist, ergibt sich in Folge des Bestandes an liquiden Mitteln ein negativer Wert, weshalb sich niedrigere Werte



für den verschuldeten Beta-Faktor ergeben. Dieser Effekt resultiert aus der risikominimierenden Wirkung der Liquiditätsbestände, die als eine Art „Risikopuffer für die Gesellschaft wirken, wie die Vertragsprüfer in ihrer ergänzenden Stellungnahme eingehend erläutert haben.

- (c) Der so ermittelte Risikozuschlag mit Werten zwischen etwa 4,5 % und rund 3,5 % für die Jahre der Detailplanungsphase und dem Terminal Value steht in Einklang mit den sich aus der speziellen Risikosituation der Gesellschaft ergebenden Risiken, die insgesamt unter dem Marktdurchschnitt liegen. Dabei ist von einem leicht überdurchschnittlichen operativen Risiko auszugehen, nachdem – wie der Kammer aus anderen Spruchverfahren bekannt ist – der Durchschnitt des operativen Risikos bei etwa 0,8 liegt. Wachstumstreiber ist der Markt in den USA, wo die Gesellschaft einen Marktanteil von 10 % erstrebt. Dabei ist allerdings – trotz der geänderten Vertriebsstruktur im Vergleich zu den gescheiterten Versuchen der Vergangenheit – ungewiss, inwieweit der Markteintritt dort gelingen wird, nachdem auch in den Vereinigten Staaten von Amerika eine Marktsättigung vorliegt. Die im Bereich „Critical Care“ notwendigen Investitionen sowie Anforderungen an das Dokumentations- und Meldewese, die erfüllt sein müssen, um sich erfolgreich am Markt etablieren zu können, stellen ein erhebliches Risiko dar. Ein solches bedeutet auch die Budgetierung im Gesundheitswesen sowie das Tätigwerden im öffentlichen Sektor mit starken Wettbewerbern. Dies gilt vor allem für die Edwards Lifesciences Inc., die in den Ländern Deutschland, Österreich und Schweiz Fuß fassen möchte, was sich negativ auf Gewinnspannen auswirken kann, weil gerade von neu eintretenden Wettbewerbern versucht wird, Marktanteile über eine aggressive Preispolitik zu erzielen, worauf dann ein etablierter Marktteilnehmer mit Preisnachlässen reagieren wird. Bei den verkauften



Monitoren stellt sich die Entwicklung so dar, das in diesem Bereich die Marktstellung nicht wird gehalten werden können. Dies sind Risiken, die eine auch nicht unerhebliche Verfehlung der Planannahmen nach sich ziehen können. Andererseits bestehen auch Chancen und positive Aspekte bei der Gesamtbewertung des Risikos der Gesellschaft. Sie verfügt über ein gutes Vertriebskonzept, das zu einer hohen Markenbekanntheit führt, weshalb die Gesellschaft den Markt für hämodynamisches Monitoring beispielsweise in Deutschland dominiert. Andererseits wird aber das Wachstum durch die Personalintensität des Vertriebs limitiert, zumal die Abwanderung von Mitarbeitern in Schlüsselfunktionen und von Spezialisten in bestimmten Fachgebieten gleichfalls ein Risiko darstellt. Deutlich gemindert wird das Risiko der Gesellschaft durch die günstige Finanzierungsstruktur mit erheblicher Liquidität.

Der mit Hilfe des (Tax-) CAPM festgesetzte Risikozuschlag mit Werten zwischen gerundet 4,5 % und 3,5 % nach Steuern entspricht also dem Gesamtrisiko der Gesellschaft am Markt.

- (3) Der mit 1,25 % im Terminal Value angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.
 - (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten der Aktionäre berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden



weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1171; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41). Ausschlaggebend ist dabei primär die individuelle Situation des Unternehmens, nicht die allgemeine Entwicklung zum Bewertungsstichtag. Dabei kann nicht auf Umsätze und deren Entwicklung in Relation zur Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Indes kann die erwartete durchschnittliche Inflationsrate nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden. Es ist nämlich zu beachten, dass – wie auch aus anderen Verfahren gerichtsbekannt ist – Unternehmensergebnisse anderen Preiseinflüssen als der Verbraucherpreisindex unterliegen, weil Chancen und Risiken nominaler Ergebnisveränderungen sowohl von der Marktlage und Wettbewerbssituation als auch der Struktur jedes einzelnen Unternehmens abhängen.

erläuterte im Rahmen seiner Anhörung, für die Ermittlung der unternehmensspezifischen Inflationsrate mit den Einkaufsindices der Gesellschaft sei Ausgangspunkt und Gegenstand der Prüfung durch die Vertragsprüfer gewesen. Dabei sahen die Prüfer die Preiserhöhungen an, wie sie in der Vergangenheit durchgesetzt werden konnten und gelangten so zu einer 50 %-igen Überwälzbarkeit, da sie die im Bewertungsgutachten von angestellten Überlegungen als sachgerecht bezeichneten. Dem Bewertungsgutachten lag die Analyse zugrunde, wonach einerseits die branchenbedingten Rahmenbedingungen und andererseits die Kosten-Erlös-Struktur und -entwicklung auf Ebene der einzelnen Vertriebsgesellschaften



unter Berücksichtigung der prognostizierten Entwicklung in den jeweiligen Absatzländern tatsächlich eingeflossen sind. Dabei gingen sie – wie schon bei der Detailplanungsphase – davon aus, auch langfristig werde aufgrund des erwarteten Kostendrucks in dem durch begrenzte Budget im Gesundheitswesen und durch steigende Beschaffungs- und Preissensitivität der Abnehmer der (Preis-) Wettbewerb im Medizintechnikbereich hoch sein. Daher könne es nur zu einer eingeschränkten Überwälzung inflationsbedingter Kostensteigerungen kommen. Für die einzelnen Abnehmerländer gelangten die Bewertungsgutachter somit zu einer EBIT-gewichteten Inflationsrate von insgesamt 2,14 %, woraus sie dann eine Überwälzbarkeit der Hälfte – mithin also von 1,07 % ansetzten, die dann auf 1,25 % zu Gunsten der Minderheitsaktionäre aufgerundet wurde.

Ein höherer Wachstumsabschlag lässt sich nicht aus dem Vortrag ableiten, der angesetzte Wert von 1,25 % vernachlässige die guten Wachstumsaussichten außerhalb der europäischen Union. Der Ansatz in der Ewigen Rente geht von einem eingeschwungenen Zustand aus, wobei dies insbesondere auch für die Vereinigten Staaten von Amerika gilt, wo gleichfalls ein gesättigter Markt vorliegt. Die Berücksichtigung von Wachstumschancen in anderen Regionen der Welt würde entsprechende Entscheidungen der Organe in der Vergangenheit oder jedenfalls in der Detailplanungsphase voraussetzen, wofür die Vertragsprüfer indes keinerlei Anhaltspunkte finden konnten.

- (b) Selbst wenn dieses inflationsbedingte Wachstum unterhalb der erwarteten allgemeinen Preissteigerungsrate liegen sollte, von der zum Stichtag ausgegangen wurde, rechtfertigt dies nicht den Schluss auf ein dauerhaft real schrumpfendes Unternehmen. Es müssen nämlich auch die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung zum künftigen Wachstum einfließen. Der An-



satz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, so dass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss (vgl. auch LG München I, Beschluss vom 28.3.2014, Az. 5 HK O 18925/08; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12).

Diesem Ansatz können auch nicht neuere Studien aus der Literatur entgegengehalten werden, wie der Kammer aus anderen Verfahren bekannt ist. Dies gilt zunächst für eine Dissertation von Bork. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork diese Überlegungen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus einer Studie von Creutzmann lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.



Somit ergibt sich Ertragswert der Pulsion SE in Höhe von € 149,386 Mio.
wie folgt:

	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan	ER
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020 ff.
Nettoeinnahmen	1.629	1.579	1.677	1.852	2.011	2.262	7.729
<i>Kapitalisierungszinssatz</i>	6,12%	5,96%	5,86%	5,74%	5,61%	5,46%	4,08%
Barwertfaktor für das jeweilige Jahr	0,9423	0,9437	0,9446	0,9457	0,9469	0,9482	24,4841
Barwerte jeweils zum 1.1.	143.929	151.114	158.545	166.163	173.848	181.591	189.249
Ertragswert zum 1. Januar 2014	143.929						
Ertragswert zum 14. August 2014	149.386						

c. Für das nicht betriebsnotwendige Vermögen wurde als Sonderwert zutreffend ein Wert von € 1,233 Mio. angesetzt.

- (1) Kein Korrekturbedarf besteht in Bezug auf den Ansatz des beim nicht betriebsnotwendigen Vermögen berücksichtigten Werts der Immobilie in Wurzeln, der unter Berücksichtigung von Unternehmens- und Einkommensteuer auf den Veräußerungsgewinn mit € 103.000,- angesetzt wurde. Zur Prüfung dieses Wertes zogen die gerichtlich bestellten Prüfer ein Wertgutachten heran, das aus dem Jahr 2009 stammte und dessen Ergebnisse sie dann anhand der Erkenntnisse des Gutachterausschusses und der Bodenrichtwerte plausibilisierten. Dabei fanden die Vertragsprüfer keine Anhaltspunkte für Wertabweichungen. Bei der Annahme der fiktiven Veräußerung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens müssen sich ergebende Veräußerungsgewinne um die Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer zuzüglich Solidaritätszuschlags und typisierte Einkommensteuer gekürzt werden.



- (2) Die Verlustvorträge wurden zum 14.08.2014 als maßgeblichem Stichtag zutreffend mit € 1,081 Mio. angesetzt. Dabei konnte für die USA eine Berücksichtigung nur zu 50 % erfolgen, weil von einer nicht unerheblichen Wahrscheinlichkeit des Verlusts ausgegangen wurde mit Blick auf den indirekten Anteilseignerwechsel. Die zur Ableitung des Barwerts vom gemeinsamen Vertreter erhobenen Rügen hielt dieser nach der ausführlichen Erläuterung durch _____ im Termin zur mündlichen Verhandlung ausdrücklich nicht mehr aufrecht.
- (3) Weitere Sonderwerte konnten in den Unternehmenswert der Gesellschaft nicht einfließen.
- (a) Dies gilt zunächst für die nicht betriebsnotwendige Liquidität. Dabei kann nach dem Bewertungskonzept nicht von der Möglichkeit der Ausschüttung freier Liquidität ausgegangen werden, nachdem diese bei der Ausschüttungsquote berücksichtigt wurde, was dann wiederum einen sinkenden Beta-Faktor zur Folge hatte. Der Ansatz als Sonderwert, der zum Stichtag bei rund € 2,5 Mio. gelegen hat, hätte zudem angesichts der Auswirkungen auf den dann steigenden Beta-Faktor einen geringeren Unternehmenswert zur Folge gehabt.
- (b) Ein steuerliches Einlagenkonto im Sinne des § 27 KStG musste nicht als Sonderwert einfließen. Im gesamten Zeitraum der Detailplanungsphase wie auch im Terminal Value wird nicht davon ausgegangen, dass es zu Ausschüttungen kommen werden, die den Umfang der erwirtschafteten Jahresüberschüsse übersteigen könnten. Folglich kommt es nicht zu einer als Kapitalrückzahlung zu qualifizierenden Ausschüttung. Angesichts dessen wäre der Ansatz eines Sonderwerts für das steuerliche Einlagenkonto nicht sachgerecht.



- (c) Der Wert der Marke „Pulsion“ konnte nicht als Sonderwert in die Ermittlung des Unternehmenswerts einfließen; deshalb musste er auch nicht ermittelt und im Bewertungsgutachten sowie dem Prüfungsbericht ausgewiesen werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann; anderenfalls käme es zu einer unzulässigen Doppelerfassung (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 19.1.2011, Az. 20 W 3/09; LG München I, Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5 HK O 21386/12; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 31.10.2014, Az. 5HK O 16022/07; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).

- d. Somit ergibt sich folgender Unternehmenswert der Pulsion SE:

Wertübersicht - Pulsion Medical Systems SE	
zum 14. August 2014	
Unternehmenswert (vor Sonderwerten)	149.386
Sonderwerte	1.233
Unternehmenswert zum 14. August 2014	150.619

Angesichts dessen war die angemessene Barabfindung bei einem Unternehmenswert von € 150,619 Mio. und 8.244.914 zu berücksichtigenden Aktien auf € 18,27 Mio. festzusetzen. Da dieser Wert um 7,28 % über dem in der Hauptversammlung anhand des Börsenkurses festgelegten und um 8,94 % über dem entsprechend der Stichtagserklärung von den Bewertungsgutachtern ermittelten Unternehmenswert liegt, musste eine Erhöhung ausgesprochen werden. Dem kann nicht die Überlegung entgegengehalten werden, angesichts der auf § 287 Abs. 2 ZPO beruhenden Schätzung liege die Erhöhung noch innerhalb einer zu-



lässigen Bandbreite, die die Angemessenheit der Kompensation nicht in Frage stelle. Es ist nämlich nicht möglich, einen mathematisch exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag zu ermitteln, da dieser angesichts seiner Zukunftsorientiertheit und der damit zwangsläufig verbundenen Ungenauigkeit vom Gericht auf der Basis von § 287 Abs. 1 ZPO nur geschätzt werden kann und somit eine Bandbreite von Werten angemessen sein muss (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); OLG Karlsruhe NZG 2008, 791 Ls; BayObLG NZG 2006, 156, 157 = AG 2006, 41, 42 – Pilkington). Die Grenze innerhalb derer Werte noch als angemessen anzusehen sind, wird bei nicht unter 5 % angesiedelt (LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 21.12.2015, 5HK O 24402/13; in diese Richtung: OLG Frankfurt ZIP 2012, 371, 376; auch Puskajler BB 2003, 1692, 1694 für den Fall einer Verschmelzungswertrelation; die Grenze sogar erst bei 10 % ziehend Paschos ZIP 2003, 1017, 1024; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh. § 11 Rdn. 11). Da die Grenze von 5 % allerdings wie hier nicht unerheblich überschritten wird, muss insbesondere auch unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts der Minderheitsaktionäre aus Art. 14 Abs. 1 GG eine Erhöhung erfolgen.

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine Erhöhung der Barabfindung nicht rechtfertigen.
 - a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs, nachdem der umsatzgewichtete rechnerische Durchschnittskurs in maßgeblichen Referenzzeitraum entsprechend den Angaben der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht bei € 17,03 je Aktie und folglich unterhalb der soeben mit Hilfe des Ertragswerts ermittelten Barabfindung lag. Dabei kann weder der Börsenkurs zum Stichtag der Hauptversammlung noch der in einem Zeitraum von drei Monaten vor der beschlussfassenden Hauptversammlung maßgeblich sein.



- (1) Der Ansatz eines Börsenkurses von € 17,03 je Aktie auf der Basis eines Referenzzeitraums von drei Monaten vor der Schlussbekanntmachung durch die Antragsgegnerin am 17.2.2014 ist rechtlich zutreffend erfolgt.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. = JZ 1999, 942, 944 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, 11. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 3. Aufl., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 4. Aufl., § 305 AktG Rdn. 36).

Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB



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

- (2) Da die erste Schlussbekanntmachung im Sinne des § 23 Abs. 1 Satz 1 Nr. 2 WpÜG am 17.2.2014 erfolgte, war der Referenzzeitraum auf eine Zeitspanne von drei Monaten vor diesem Datum zu erstrecken. Maßgebend ist dabei nämlich, wann der Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages infolge der Bekanntgabe aus Sicht der Kapitalmärkte hinreichend wahrscheinlich geworden ist. Davon muss zu diesem Stichtag ausgegangen werden, weil die Mitteilung die unbedingte Ankündigung enthielt, die Strukturmaßnahme durchführen zu wollen und auch offen gelegt wurde, das die Grundlagen zu schaffen sind, diese Ankündigung in absehbarer Zeit umsetzen zu können (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 21.2.2010, Az. 5 W 15/10, BeckRS 2011, 03054; Wasmann ZGR 2011, 83, 91; Bückner NZG 2010, 967, 969). Vorliegend teilte die Antragsgegnerin als Bieterin mit, nach Abschluss des Angebots mit der Pulsion SE einen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag abschließen und dem Beschlussvorschlag in der Hauptversammlung der Gesellschaft zustimmen zu wollen. Zudem ergab sich aus dieser Mitteilung auch,



dass die Antragsgegnerin über die erforderliche Mehrheit in der Hauptversammlung verfügte von einer lediglich vagen Absichtserklärung kann bei diesem Inhalt der Erklärung nicht ausgegangen werden.

Da die Hauptversammlung am 14.8.2014 stattfand, also knapp sechs Monate nach ihrer Bekanntgabe, kann auch nicht von einem längeren Zeitraum ausgegangen werden, der eine Hochrechnung erforderlich machen würde. Ein Zeitraum von doch nicht unerheblich unter 7 1/2 Monaten kann noch nicht als längerer Zeitraum angesehen werden (vgl. hierzu BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Es liegt in der Natur der Sache der Vorbereitung eines Squeeze out-Beschlusses, dass sich diese über einen Zeitraum von mehreren Monaten erstreckt, nachdem insbesondere ein Bewertungsgutachten zum Unternehmenswert der Pulsion SE zu erstellen ist und ein – wenn auch zulässigerweise im Wege der Parallelprüfung erstellter – Prüfungsbericht gefertigt werden muss, der die Struktur der Pulsion SE, die über eine Reihe von Tochtergesellschaften als Vertriebsgesellschaften verfügt und die in einer Vielzahl von Staaten inner- und außerhalb Europas aktiv ist, berücksichtigen muss. Ausweislich des Bewertungsgutachtens von

erfolgte die Mandatierung dieser Gesellschaft mit Schreiben vom 21.5.2016; der Beschluss über die Bestellung von

als Vertragsprüfer durch das Landgericht München I datiert vom 28.5.2014. Dies zeigt, dass eine unangemessene Verzögerung durch die Antragsgegnerin nicht angenommen werden kann. Würde man den längeren Zeitraum dagegen bereits unterhalb der vom BGH gezogenen Grenze von 7 1/2 Monaten ansetzen, bestünde zudem die Gefahr, dass die als Ausnahme konzipierte Rechtsprechung des II. Zivilsenats des BGH zur Regel wird (vgl. OLG Saarbrücken AG 2014, 866, 867 f. = ZIP 2014, 1784, 1786; Wasmann ZGR 2011, 83,



94 ff., 96; Bungert/Wettich BB 2010, 2227, 2229; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.). Soweit in einer jüngeren Studie die Ansicht vertreten wird, angesichts eines Durchschnitts von vier Monaten und drei Tagen im Median müsse bei einem längeren, also über diesen Durchschnitt hinausgehenden Zeitraum eine Anpassung im Sinne einer Hochrechnung erfolgen (vgl. Weimann, Spruchverfahren nach Squeeze out, 2015, S. 409), kann dem nicht gefolgt werden. Selbst wenn diese Zeitspanne der Durchschnitt sein mag, führt nicht jede Überschreitung um etwas mehr als einen Monat zu der Annahme, es müsse eine Anpassung oder Hochrechnung erfolgen. Dieser Ansatz in der Literatur berücksichtigt nämlich nicht hinreichend die Besonderheiten des Einzelfalles wie beispielsweise die Größe und Komplexität des zu bewertenden Unternehmens.

- (3) Aus Geld- oder Tax-Geld-Kursen kann eine höhere Barabfindung nicht abgeleitet werden. Zwar ist nicht von vornherein auszuschließen, dass wegen bestehender Kaufnachfrage die Möglichkeit für die Minderheitsaktionäre bestanden hätte, ihre Aktien in diesem Zeitraum über die Börse zu veräußern (vgl. OLG München ZIP 2006, 1722, 1723 f. = Der Konzern 2006, 692, 694 f. = AG 2007, 246, 247 = DNotZ 2006, 946, 947 f.; in diese Richtung auch OLG Stuttgart AG 2008, 783, 787; Fleischer in: Großkommentar zum AktG, 4. Aufl., Rdn. 17 zu § 327. b). Diese Erwägungen können indes nur dann gelten, wenn keine Kurse festgestellt werden können, die den Vorgaben aus § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO entsprechen. Vorliegend konnte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht indes einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs über einen Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahmen feststellen.
- b. Eine höhere Barabfindung lässt sich nicht aus außerbörslich gezahlten Vorerwerbspreisen ableiten, weil diese für die Ermittlung der Barabfindung ohne Bedeutung sind. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreis seien zu berücksichtigen, weil



auch eine sogenannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. LG Köln AG 2009, 835, 838 = Der Konzern 2009, 494, 496 f.; Schüppen/Tretter in: Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdn. 16; Behnke NZG 1999, 934; in diese Richtung auch Emmerich in : Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 305 Rdn. 50; für einen Sonderfall auch LG Frankfurt, Beschluss vom 25.11.2014; Az. 3-05 O 43/13), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Erwerbspreise, die ein Großaktionär in sachlichem und zeitlichem Zusammenhang mit einem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Abfindung keine Rolle. Der Preis, den ein Mehrheitsaktionär an die Minderheitsaktionäre zu zahlen bereit ist, hat zu dem „wahren“ Wert des Anteilseigentums in der Hand der Minderaktionäre regelmäßig keine Beziehung. In ihm kommt nämlich der Grenznutzen zum Ausdruck, den der Mehrheitsaktionär an den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs ist der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte (erhöhte) Preis nur erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf aber hat der Minderheitsaktionär weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch einfachrechtlich angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit einen Anspruch (vgl. BVerfGE 100, 289, 306 f. = NJW 1999, 3769, 3771 = NZG 1999, 931, 932 = WM 1999, 1666, 1669 = AG 1999, 566, 568 = ZIP 1999, 1436, 1441 = DB 1999, 1693, 1695 = BB 1999, 1778, 1780 = JZ 1999, 942, 944 – DAT/Altana; BGHZ 186, 229, 241 = NJW 2010, 2657, 2660 = NZG 2010, 939, 943 = ZIP 2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = DB 2010, 1693, 1697 = WM 2010, 1471, 1475 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Be-



schluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Vetter AG 1999, 569, 572).

- c. Ebenso wenig ergibt sich die Unangemessenheit der Barabfindung aus dem Vortrag einiger Antragsteller, die so ermittelte Barabfindung bedeute einen Verstoß gegen von der Bundesrepublik Deutschland abgeschlossene Investitionsschutzabkommen, wonach bei Enteignungen, Verstaatlichungen oder anderen Maßnahmen, die einer Enteignung oder Verstaatlichung gleichkommen, dem Investor eine den üblichen Marktwert der Kapitalanlage entsprechende Entschädigung zu leisten ist und sich die Höhe nach den Faktoren zu dem Zeitpunkt richte, zu dem der Beschluss zur Enteignung angekündigt oder öffentlich bekannt gemacht wurde. Dieser Grundgedanke aus den Investitionsschutzabkommen kann schon deshalb keine Anwendung finden, weil es sich bei einem Beschluss über einen Squeeze out nicht um eine Enteignung handelt (vgl. BVerfGE 14, 363 ff. – Feldmühle; BVerfG NJW 2007, 3268, 3269 = ZNG 2007, 587, 588 = AG 2007, 544, 545 = ZIP 2007, 1261, 1262 = WM 2007, 1329, 1330 = BB 2007, 1515, 1516 = DB 2007, 1577 = Der Konzern 2007, 524, 525; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 a Rdn. 7). Zum anderen aber liegt keine Enteignung oder einer Enteignung gleichstehende Maßnahme durch den Vertragsstaat vor; vielmehr geht es um den Beschluss der Hauptversammlung einer privatrechtlich organisierten Aktiengesellschaft. Diese ist nicht Adressat der Regelung, weil sie nicht der andere Vertragsstaat ist (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13).

3. Weitere Maßnahme zur Aufklärung des Sachverhalts sind auch unter Berücksichtigung des in § 17 Abs. 1 SpruchG, 26 FamFG verankerten Amtsermittlungsgrundsatzes nicht geboten.



a. Dabei ist namentlich die Durchführung einer gesonderten Beweisaufnahme durch die Einholung des Gutachtens eines gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht erforderlich, weil die Anhörung der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt hat.

- (1) Ein gerichtliches Sachverständigengutachten muss nur dann eingeholt werden, wenn nach der Anhörung des Prüfers, die sachlich auf § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG gestützt wurde, weiterer Aufklärungsbedarf besteht (vgl. OLG München Der Konzern 2014, 172, 173; AG 2015, 508, 512 = ZIP 2015, 1166, 1172; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 8 Rdn.4 Fn.7; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; im Grundsatz auch Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 8). Aufgrund des Berichts der Vertragsprüfer, der ausführlichen Erläuterungen in einem mehrstündigen Anhörungstermin und der aufgrund von § 7 Abs. 6 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme des Vertragsprüfers hat die Kammer keinen Zweifel an der Plausibilität der Planannahmen sowie den Feststellungen zur Ewigen Rente einschließlich der Grundfragen des Kapitalisierungszinssatzes sowie zum nicht betriebsnotwendigen Vermögen.

Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Vertragsprüfer diene nur der Aufklärung über ihre anlässlich der Prüfung getroffenen Feststellungen, nicht jedoch der Überprüfung der inhaltlichen Angemessenheit der Planung und sonstiger Bewertungsparameter (in diese Richtung auch Puzskajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist mit dem vom Gesetzgeber verfolgten Zweck des § 8 Abs. 2 SpruchG nicht vereinbar. Mit der Anhörung des sachverständigen Prüfers soll nach dem Willen des Gesetzgebers die Erkenntnisbasis schon zu Beginn des Verfahrens verbreitert und eine eventuell zusätzlich notwendig werdende Beauftragung eines ge-



richtlichen Sachverständigen zur Begutachtung bestimmter Fragen erleichtert werden. Damit allerdings erschöpft sich nicht die Zielsetzung dieser Vorschrift. Bereits aus der Formulierung in der Begründung des Regierungsentwurfs zu § 8 SpruchG, die sich der Deutsche Bundestag erkennbar zu eigen gemacht hat, ist zu entnehmen, dass der Gesetzgeber davon ausgeht, es könne auch aufgrund der Anhörung des Prüfers eine abschließende Entscheidung des Gerichts getroffen werden. Hierfür spricht insbesondere auch der Gedanke in den Gesetzesmaterialien, die Prüfungsberichte sollten künftig verstärkt als Grundlage zur Entscheidungsfindung der Gerichte beitragen; der Beschleunigungseffekt soll sich dann gerade auch daraus ergeben, dass ein gerichtliches Sachverständigengutachten als Folge der Bestellung und letztlich auch der Anhörung ganz vermieden werden kann (vgl. BT-Drucksache 15/371 S. 14 f. und 18; auch Riegger/Gayk in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Einl SpruchG Rdn. 50). Dann aber muss es dem Gericht möglich sein, auch Aussagen des gerichtlich bestellten Sachverständigen zu Bewertungsfragen im Rahmen seiner Entscheidung zu verwerten. Dem steht letztlich auch nicht die Formulierung in § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG entgegen, wenn dort die Anhörung des Prüfers als „sachverständiger Zeuge“ beschrieben wird. Auch wenn dies suggeriert, er solle dem Gericht nur Tatsachen bekunden, die er aufgrund seiner besonderen Sachkunde wahrgenommen hat (vgl. § 414 ZPO), kann seine Rolle nicht auf die eines sachverständigen Zeugen beschränkt werden, weil anderenfalls der vom Gesetzgeber bezweckte Effekt der Beschleunigung des Verfahrens konterkariert würde. Dies gilt umso mehr, als das Problem der rechtlichen Einordnung des gerichtlich bestellten Prüfers in den Gesetzesmaterialien nicht weiter problematisiert wurde.

Die weitere Einschaltung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen wird namentlich auch nicht vom Schutz der Minderheitsaktionäre gefordert. Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachver-



ständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung zusammen mit der aufgrund von § 8 Abs. 2 Satz 3 SpruchG eingeholten ergänzenden Stellungnahme im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 327 c Abs. 2 Satz 4, 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377, f.; AG 2014, 453, 454; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6).

- (2) Die Kammer hat keine Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer. und sein ihn unterstützender Kollege, verfügen zweifelsohne über die erforderliche Fachkompetenz zur Beurteilung auch komplexer Fragen der Unternehmensbewertung. Sie haben sie in dem Prüfungsbericht, aber vor allem auch bei ihrer mündlichen Anhörung am 15.10.2015 sowie in der ergänzenden Stellungnahme vom 21.3.2016 die von Ihnen vorgenommenen Prüfungshandlungen eingehend dargestellt. Dabei haben sie – auch in Auseinandersetzung mit unterschiedlichen in der Betriebswirtschaftlichen Literatur vertretenen Auffassungen – deutlich herausgestellt, warum die Ansätze aus dem



Bewertungsgutachten von [redacted] namentlich zu den Planannahmen sachgerecht sind. Dies zeigt sich beispielsweise auch an dem Vergleich der von Pulsion SE in der Planung angesetzten EBIT-Marge mit den Werten der Vergleichsunternehmen. Gerade beim Umsatzwachstum wiesen die Vertragsprüfer darauf hin, dass der Ansatz bei der Pulsion SE deutlich höher liegt als bei den Unternehmen der Peer Group, die Wachstumsraten zwischen 4 % und 5,5 % ansetzten. Auch bei der Zusammensetzung der Peer Group und der Ermittlung des Beta Faktors wählten die Vertragsprüfer andere Ansätze als die Bewertungsgutachter von [redacted] die jedoch keine grundlegend anderen Erkenntnisse zum Nachteil der Minderheit Aktionäre hätten erbringen können. Gerade diese unterschiedlichen Ansätze erhellen, dass sich die gerichtlich bestellten Vertragsprüfer ihrer Aufgabe und Funktion in vollem Umfang bewusst waren. Im Rahmen der mündlichen Anhörung wie auch in der ergänzenden Stellungnahme hat sich [redacted] als verantwortlicher Vertragsprüfer eingehend umfassend und kenntnisreich mit den erhobenen Rügen und Einwendungen gegen die Grundlagen der Ermittlung des Unternehmenswertes der Pulsion SE auseinandergesetzt.

- (3) Eine weitere Befragung der gerichtlich bestellten Vertragsprüfer insbesondere zur Signifikanz der für die Ermittlung des Beta-Faktors der Peer Group Unternehmen musste nicht erfolgen. Dies gilt namentlich für das Bestimmtheitsmaß R^2 als Korrelationskoeffizient zwischen einer Aktie und dem Referenzindex. Die danach bestehende oder gegebenenfalls nicht anzunehmende Signifikanz muss nämlich nicht zwingend als Kriterium für den Ansatz eines aussagefähigen Beta-Faktors herangezogen werden, sondern kann allenfalls Anhaltspunkte hierfür liefern; als alleiniges Filterkriterium ist das Bestimmtheitsmaß R^2 ebenso wenig geeignet wie das Bestehen oder Nichtbestehen des t-Tests (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011, Az. 21 W 7/11, zit. nach juris; auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 521 f.; Fran-



ken/Schulte in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, § 6 Rdn. 126).

- b. Die Anordnung der Vorlage von Planungsunterlagen der Gesellschaft oder der Arbeitspapiere der Beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften war nicht veranlasst, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind.

- (1) Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen. Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 55). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

Eine Vorlagepflicht lässt sich auch nicht für die Planungsunterlagen der Jahre 2011 bis 2013, also dem Zeitraum der Vergangenheitsanalyse, bejahen. Diese Dokumente bilden gerade nicht die Grundlage für die Ermittlung des Ertragswerts der Gesellschaft; dieser wird nicht



auf der Basis von Vergangenheitswerten ermittelt, folglich fehlt es auch insoweit an der Entscheidungserheblichkeit.

- (2) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachterin sowie der Vertragsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 7 Rdn. 58; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 8). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 26 FamFG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht der Hauptaktionärin wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers soll neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts der Hauptaktionärin sowie des Prüfungsberichts des gerichtlich bestellten Vertragsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die



Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 9; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

4. Die Entscheidung über die Zinsen beruht auf § 305 Abs. 3 Satz 3 AktG.

- a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 17.7.2013 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 11 zu § 320 b), war die Verzinsung ab dem 18.7.2013 auszusprechen. Eine bereits mit dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1331 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; LG München I, Beschluss vom 30.3.2013, Az. 5HK O 11296/06; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 26). Bei dieser Regelung handelt es sich um eine zulässige Inhalts- und Schrankenbestimmung im Sinne des Artikel 14 Abs. 1 Satz 2 AktG, wie eine prinzipiell geschuldete volle wirtschaftliche Entschädigung nicht gefährdet und an die Überlegung anknüpfen kann, dass der Grund für den Abfindungsanspruch einen wirksamen Vertrag voraussetzt, der erst mit der Eintragung im Handelsregister und nicht schon mit der Beschlussfassung der Hauptversammlung entsteht (vgl. BVerfG AG 2013, 255, 256 f. = ZIP 2013, 260, 262; BGHZ 189,



261, 272 ff. = AG 2011, 514, 517 = ZIP 2011, 1097, 1100 f. = DB 2011, 1385, 1389; Hüffer, AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 52; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., § 305 Rdn. 146). Dabei durfte vom Gesetzgeber demzufolge auch berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister beeinträchtigt wird, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

- b. Die Höhe des Zinssatzes ergibt sich unmittelbar aus § 305 Abs. 3 Satz 3 1. Hs. AktG.

III.

Die jeweils zulässigen Anträge auf Festsetzung eines angemessenen Ausgleichs sind nicht begründet. Unter Berücksichtigung des geänderten Risikozuschlags errechnet sich ein Ausgleich von € 1,06 brutto, was indes eine Erhöhung des im Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag des festgelegten Ausgleichs von € 1,02 brutto noch nicht nach sich ziehen kann.

1. Nach Art. 9 Abs. 1 lit. c ii SE-VO in Verbindung mit § 304 Abs. 1 Satz 1 AktG muss ein Gewinnabführungsvertrag einen angemessenen Ausgleich für die außenstehende Aktionäre durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Aufgrund von Art. 9 Abs. 1 lit. c ii SE-VO in Verbindung mit § 304 Abs. 2 Satz 1 AktG muss die Ausgleichszahlung mindestens die jährliche Zahlung des Betrages zusichern, der nach der bisherigen Ertragslage und ihren künftigen Ertragsaussichten unter Berücksichtigung angenommener Abschreibungen und Wertberichtigungen, jedoch ohne Bildung anderer Gewinnrücklagen, voraussichtlich als durchschnittlicher Gewinnabteil auf die einzelne Aktie verteilt werden kann.



- a. Anders als die Abfindung ersetzt der Ausgleich aber nicht den Wert der Beteiligung insgesamt, sondern nur die Dividende. Maßgeblich ist für seine Berechnung der sich nach der bisherigen Ertragslage der Gesellschaft und ihren künftigen Ertragsaussichten je Aktionär zur Verteilung ergebende Gewinn, den die Gesellschaft als unabhängiges, durch einen Ergebnisabführungsvertrag nicht gebundenes Unternehmen hätte (vgl. BGHZ 156, 57, 60 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 = DB 2003, 2168, 2169 = DNotZ 2004, 71, 72 – Ytong; auch BGH ZIP 2016, 666, 669; Veil in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., § 304 Rdn. 54;). Als wirtschaftlicher Gewinn ist auch betriebswirtschaftlich der Gewinn vor Körperschaftsteuer anzusetzen, weil die Höhe der Körperschaftsteuer von der Gesellschaft selbst nicht beeinflusst werden kann. Demzufolge ist den Minderheitsaktionären der voraussichtlich verteilungsfähige, durchschnittliche Bruttogewinnanteil als feste Größe zu gewähren, von dem die jeweilige Körperschaftsteuerbelastung zuzüglich Solidaritätszuschlag in der jeweils gesetzlich vorgegebenen Höhe abzusetzen ist. Diese Auslegung des Begriffs des zuzurechnenden durchschnittlichen Gewinnanteils wird den verfassungsrechtlichen Anforderungen gerecht, wonach der Minderheitsaktionär für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung durch den Ausgleich wirtschaftlich voll entschädigt werden muss (vgl. nur grundsätzlich BVerfGE 100, 289, 304 f. = NJW 1999, 3769, 3770 f. = NZG 1999, 931, 932 = AG 1999, 566, 567 = ZIP 1999, 1436, 1440 = WM 1999, 1666, 1668 = BB 1999, 1778, 1780 = DB 1999, 1693, 1694 f. = JZ 1999, 942, 943 = DNotZ 1999, 831, 833 – DA/T/Altana; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 32). Dieses Verständnis trägt dem Wesen des Ausgleichs als Substitution der ordentlichen Dividende am besten Rechnung, weil der Aktionär stets den zur Ausschüttung bereit gestellten Bruttogewinn abzüglich der jeweils geltenden gesetzlichen Steuerbelastung des Unternehmens erhält (vgl. BGHZ 151, 57, 61 f. = NJW 2003, 3272, 3273 = NZG 2003, 1017, 1019 = AG 2003, 627, 628 = ZIP 2003, 1745, 1746 f. = WM 2003, 1859, 1861 = BB 2003, 2083, 2084 f. = DB 2003, 2168, 2169 f. = DNotZ



2004, 71, 72 f. – Ytong; OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

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

Auszugehen ist dabei von dem Wert zum insoweit von keinem der Beteiligten in Frage gestellten Stichtag der Hauptversammlung am 14.8.2014.

- b. Der Verrentungszinssatz muss dabei mit 3,54 % nach persönlichen Steuern festgesetzt werden. Dabei konnte nicht der volle Zinssatz wie bei der Ermittlung der Abfindung angesetzt werden; vielmehr musste ein Mischzinssatz aus risikofreiem Basiszinssatz und risikoadjustierten Kapitalisierungszinssatz herangezogen werden. Mit diesem Ansatz wird der für den garantierten Ausgleichsbetrag abnehmenden Risikostruktur Rechnung getragen. Das Risiko des garantierten Ausgleichs liegt unter dem normalen Risiko einer unternehmerischen Beteiligung, weshalb ein risikoangepasster Verrentungszinssatz herangezogen werden muss. Das Risiko des garantierten Ausgleichs lebt namentlich im Falle der Beendigung des Unternehmensvertrages wieder auf. Angesichts einer im Vergleich zum Bewertungsstichtag geänderten Risikostruktur ist es sachgerecht, einen über dem quasi risikolosen Basiszinssatz, aber unter dem risikobehafteten vollen Kapitalisierungszinssatz liegenden Verrentungszinssatz anzuwenden. Auch wenn der Ausgleich die Dividendenzahlung substituiert, liegt eine



andere Risikostruktur vor, weil die Zahlung einer Dividende – anders als der feste Ausgleich – unsicher ist, bei dem die Minderheitsaktionäre im Wesentlichen während der Laufzeit des Vertrages dem Insolvenzrisiko der Antragsgegnerin als Schuldnerin des Angebots ausgesetzt sind. Die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz ist demgemäß nicht geboten und ergibt sich auch nicht aus dem Zweck des Ausgleichs. Dieser verfolgt nämlich das Ziel, dass die Anteilseigner insgesamt Zahlungen in Höhe der ohne den Ergebnisabführungsvertrag voraussichtlich anfallenden Dividende erhalten. Die Höhe der Dividende ist von der Entwicklung der Erträge abhängig und demzufolge risikobehaftet, was sich bei der Unternehmensbewertung im Kapitalisierungszinssatz darstellt. Demgegenüber ist der Ausgleichsbetrag vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert. Daher besteht tatsächlich ein geringeres Risiko für den Minderheitsaktionär, das sich dann auch entsprechend allgemein anerkannte betriebswirtschaftlicher Grundsätze in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen muss. Anderenfalls würde die Verrentung mit dem vollen Kapitalisierungszinssatz auf längere Sicht bei dem risikoärmeren Ausgleich zu einem voraussichtlich höheren Ergebnis führen als die Minderheitsaktionäre bei Erhalt der Dividende ohne den Ergebnisabführungsvertrages erhalten hätten. Dieser Überlegung trägt die Verwendung eines Mischzinssatzes Rechnung (vgl. OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731 f.; OLG Frankfurt AG 2013, 647, 651; Stephan in Schmidt/Lutter, a.a.O., § 304 Rdn. 85; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 304 Rdn. 39; Maul DB 2002, 1423, 1425; im Ansatz auch Lauber, Das Verhältnis des Ausgleichs gemäß § 304 AktG zu den Abfindungen gemäß den §§ 305, 327 a AktG, DissBonn 2013, S. 207 ff.).

- c. Die Art und Weise, wie der Ausgleich in dem Vertragsbericht ermittelt wurde, kann vom Grundsatz her nicht beanstandet werden; abzuändern sind lediglich die geänderten Unternehmenswerte sowie der Verrentungszinssatz. Die vorgenommene Berechnung berücksichtigt zutreffend den



Ansatz, wonach ein Bruttobetrag als Ausgleich geschuldet wird. Dem kann nicht entgegengehalten werden, bei der Berechnung werde von dem Wert ausgegangen, der bereits von einer Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern wie auch von Unternehmenssteuern ausgeht. Vorliegend wurde nämlich zur Ermittlung des festzusetzenden Bruttoausgleichsbetrages die Steuerbelastung mit der persönlichen Einkommensteuer aufgeschlagen, wobei entsprechend der zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Steuergesetzgebung in §§ 43, 43 a Abs. 1 Nr. 1, 32 a EStG ein Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt wurde. Zu dem so ermittelten Zwischenwert wurden sodann die Körperschaftsteuer sowie der auf diese entfallende Solidaritätszuschlag in Höhe von insgesamt 15,825 % aufgeschlagen, woraus sich dann die jährliche Bruttoausgleichszahlung von € 1,06 brutto je Aktie errechnet. Dieses Vorgehen ist nicht zu beanstanden und ermöglicht es vor allem, eine vollständige Neuberechnung des Unternehmenswertes zu vermeiden und stattdessen auf das Ergebnis der oben ermittelten und dargestellten Nachsteuerwertermittlung zurückzugreifen (so ausdrücklich OLG München AG 2008, 28, 32; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 731).

- d. In Bezug auf die Ermittlung des Ausgleichs bilden die Ausführungen der Vertragsprüfer zur Ermittlung des Unternehmenswertes gleichfalls eine tragfähige Grundlage für die Entscheidung; die oben dargestellten Erwägungen zur Würdigung der Ergebnisse der Anhörung der Vertragsprüfer gelten hier in gleicher Weise.
- e. Demgemäß errechnet sich der Ausgleich folgendermaßen:

Ableitung der Brutto-Ausgleichszahlung (vor Körperschaftsteuer)	
Werte in TEUR bzw. EUR	
Unternehmenswert der Pulsion Medical Systems SE zum 14. August 2014 in TEUR	150.619
multipliziert mit dem Verrentungsfaktor von 3,54% (nach persönlicher Einkommensteuer) in TEUR	5.332



Anzahl Stückaktien		8.244.914
Jährliche Ausgleichszahlung pro Stückaktie (nach persönlicher Einkommensteuer und nach Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) in EUR		0,65
<i>zuzüglich persönlicher Einkommensteuer in EUR</i>	26,375 %	0,24
Jährliche Nettoausgleichszahlung pro Stückaktie (vor persönlicher Einkommensteuer und nach Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) in EUR		0,89
<i>zuzüglich Körperschaftsteuer und zuzüglich Solidaritätszuschlag in EUR</i>	15,825 %	0,17
Jährliche Bruttoausgleichszahlung pro Stückaktie (vor persönlicher Einkommensteuer und vor Körperschaftsteuer und Solidaritätszuschlag) in EUR		1,06

2. Allerdings rechtfertigt dies nicht die Erhöhung der auf € 1,02 brutto festgelegten Ausgleichszahlung. Der Wert von € 1,06 brutto liegt um rund 3,92 % höher als der im Vertrag festgesetzte Ausgleich. Dies befindet sich noch im Rahmen einer zulässigen Bandbreite von bis zu 5 %, innerhalb derer eine Unangemessenheit der Kompensation nicht angenommen werden kann. Zur Begründung des Erfordernisses einer derartigen Bandbreite sowie deren Grenzen kann auf die obigen Ausführungen unter B. II. 1. d. zur Vermeidung von Wiederholungen in vollem Umfang verwiesen werden.

IV.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 1 SpruchG n. F., weil das Verfahren nach dem 1.8.2013 eingeleitet wurde und deshalb aufgrund der Überleitungsvorschrift in § 136 Abs. 5 Nr. 2 GNotKG bereits neues Recht anwendbar ist. Nachdem es zu einer Erhöhung der Kompensationsleistung kam, besteht für eine vom Grundsatz des § 15 Abs. 1 SpruchG n. F. abweichende Regelung kein Anlass; dem-



gemäß hat die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen. Daher muss es bei der Grundregel bleiben, wonach die Antragsgegnerin die Gerichtskosten zu tragen hat.

- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten beruht die Entscheidung auf § 15 Abs. 2 SpruchG n.F.; danach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Davon muss vorliegend ausgegangen werden. Soweit teilweise in der Rechtsprechung die Auffassung vertreten wird, selbst bei einer Erhöhung der Kompensationsleistung unterhalb einer Größenordnung von 15 bis 20 %, sei eine Kostenteilung angemessen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 5.11.2009, Az. 5 W 48/09), vermag dem die Kammer nicht zu folgen. Wenn es wie hier zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung von über 7 % kommt, ist eine Kostenaufteilung nicht gerechtfertigt. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 20 f.). Dies gilt auch, wenn der Ausgleichsbetrag nicht verändert wurde, weil die Antragsteller erfolgreich Rügen in Richtung auf die Abfindung erhoben haben; auch wenn diese nicht zu einer Erhöhung des



Ausgleichs führen, kann dies angesichts des strukturellen Informationsgefälles, wie es sich in einem Spruchverfahren zwischen den Minderheitsaktionären und der Antragsgegnerin als nunmehr herrschender Gesellschaft darstellt, eine Kostenaufteilung nicht rechtfertigen.

2. Der Geschäftswert war in Anwendung von § 74 Satz 1 GNotKG festzusetzen. Der Erhöhungsbetrag je Aktie beträgt € 1,24. Bei insgesamt 1.791.614 außenstehenden Aktien, die von dem Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag betroffen waren, resultiert dann der Geschäftswert von € 2.221.601,36. Dieser Wert bildet aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldete Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der Beschwerde statt.

Die Beschwerde ist innerhalb einer Frist von einem Monat durch Einreichung einer Beschwerdeschrift beim Landgericht München I (Justizgebäude Lenbachplatz 7, 80316 München) einzulegen. Die Beschwerde kann nur durch Einreichung einer von einem Rechtsanwalt unterzeichneten Beschwerdeschrift eingelegt werden.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt diese durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post, und soll die Zustellung im Inland bewirkt werden, gilt das Schriftstück drei Tage nach Aufgabe zur Post als bekannt gegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von fünf Monaten nach Erlass (§ 38 Abs. 3 FamFG). Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.