

**Titel:**

**Ermittlung der Barabfindung nach Squeeze-out unter Anwendung der NAV-Methode**

**Normenketten:**

AktG § 293d, § 327b Abs. 1 S. 1

SpruchG § 7 Abs. 7 S. 1, § 8 Abs. 2

WPO § 51b Abs. 4

**Leitsätze:**

1. Bei der Ermittlung der angemessenen Barabfindung nach einem Squeeze-out kann die Bewertung des Unternehmens nach den konkreten Gegebenheiten des einzelnen Falles nach einer anderen Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes als der Ertragswertmethode nach IDW S1 erfolgen (hier Bewertung von Immobilien nach der Net-Asset-Value-Methode). (Rn. 51) (redaktioneller Leitsatz)
2. Gezahlte Vorerwerbspreise für die Aktien der Gesellschaft sind für die Ermittlung der Barabfindung ohne Bedeutung. (Rn. 191 – 194) (redaktioneller Leitsatz)
3. Zur Bestimmung des wahren „Wertes“ eines Unternehmens ist es nicht geboten, stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. (Rn. 79) (redaktioneller Leitsatz)
4. Die bei der Ertragswertermittlung zugrunde zu legenden Planrechnungen der Geschäftsführung dürfen im Spruchverfahren nur dann korrigiert werden, wenn sie unrealistisch und nicht plausibel sind (Anschluss u.a. an OLG München BeckRS 2009, 21658). (Rn. 82) (redaktioneller Leitsatz)
5. Bei Anwendung der Net-Asset-Value-Methode muss für die Abzinsung ein Vor-Steueransatz ohne Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern gewählt werden. (Rn. 89) (redaktioneller Leitsatz)
6. Der Risikozuschlag ist mittels einer empirischen Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt, wobei auch die unter Anwendung des (Tax-)CAPM gewonnenen Daten als eines der zentralen Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (Anschluss an OLG München BeckRS 2009, 21658). (Rn. 95 – 97) (redaktioneller Leitsatz)
7. Bei der Ermittlung der Barabfindung als Quotient aus Unternehmenswert und Zahl der Aktien sind die von der Aktiengesellschaft gehaltenen eigenen Aktien nicht zu berücksichtigen. (Rn. 174 – 175) (redaktioneller Leitsatz)

**Schlagworte:**

Squeeze-out, Barabfindung, Unternehmenswert, Immobilien, Ertragswertmethode, Net-Asset-Value-Methode, Vorerwerbspreise, Planrechnungen, Plausibilität, Abzinsung, Risikozuschlag, eigene Aktien, Vorlage von Unterlagen

**Rechtsmittelinstanz:**

BayObLG, Beschluss vom 23.08.2023 – 101 W 184/21

**Fundstelle:**

BeckRS 2021, 63155

**Tenor**

- I. Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 136,-- je Aktie der m... AG werden zurückgewiesen.
- II. Der Antragsgegner trägt die Gerichtskosten. Außergerichtliche Kosten werden nicht erstattet.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die Berechnung der vom Antragsgegner geschuldeten Vergütung des gemeinsamen Vertreters werden auf € 200.000,-- festgesetzt.

**Gründe**

A.

1

1. a. Die Hauptversammlung der m... AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) fasste am 22.3.2017 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen eine Barabfindung in Höhe von € 136,- je Aktie auf den Antragsgegner als Hauptaktionär zu übertragen. Das in insgesamt 99.271 auf den Inhaber lautenden Aktien eingeteilte Grundkapital der nicht börsennotierten Gesellschaft belief sich auf € 123.097,81.

Vereinzelt wurden Aktien auf der Plattform V. Effekten Handel gehandelt, zuletzt am 4.1.2017 57 Stück zu einem Kurs von € 120,-, nachdem auf Antrag der Gesellschaft zum Ablauf des 30.6.2016 die Notierung der Aktien im Freiverkehr der Börse München beendet wurde. Die Gesellschaft verfügte zum Zeitpunkt der Hauptversammlung über 521 eigene Aktien.

2

Ausweislich der Regelung in § 2 der Satzung der Gesellschaft liegt ihr Unternehmensgegenstand in dem Betrieb einer Internet-Plattform zum Handel mit und dem Vertrieb von Büchern und anderen Produkten, dem Handel mit Büchern und anderen Produkten sowie der Erbringung von Dienstleistungen, insbesondere über das Internet, in Verlagsgeschäften aller Art, im Vertrieb elektronischer Medien und in der Zusammenarbeit mit anderen Unternehmen zur Vermarktung solcher Medien, dem Betrieb einer Werbe- und Medienagentur, der Veranstaltung von und Erbringung von Dienstleistungen für die Präsentation von Büchern, Kunst und anderen Medien, der Entwicklung und Vermarktung von Geschäftsmodellen sowie dem Betrieb von Unternehmen im Bereich von Health Care und Medizin und der Verwaltung von Beteiligungen und/oder Immobilien im In- und Ausland und/oder sonstigem eigenen Vermögen der Gesellschaft. Die m... AG ist alleinige Gesellschafterin der die Metasuchmaschine „e...“ betreibenden und damit operativ tätigen e... GmbH sowie der in den USA gelegenen Immobilien verwaltenden m... Corp. mit ihrem Geschäftssitz in Co..., T... Zudem hält die m... AG noch weitere Beteiligungen mit einer Beteiligungsquote zwischen 0,59% und 30%.

3

b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 22.3.2017 erstattete die A... GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden: A...) eine gutachterliche Stellungnahme zur Ermittlung des Unternehmenswertes zum 22.3.2017 in Bezug auf die m... AG (Anlage zum Schriftsatz des Antragsgegners vom 12.7.2017, Bl. 25/26 d.A.). Die Wirtschaftsprüfer von A... ermittelten in Anwendung der Net Asset Value-Methode einen Unternehmenswert von € 13.125.999,- und damit einen Wert von € 132,92 je Aktie. Dabei setzten sie das Anlage- und das Umlaufvermögen mit einem Wert von € 18.494.009,52 sowie die Verbindlichkeiten mit € 5.368.009,93 an. Zu dem Wert der e... GmbH in Höhe von € 641.670,- gelangten sie über die Ertragswertmethode. Dabei gingen sie von einer vier Geschäftsjahre umfassenden Detailplanungsphase bis zum 30.9.2020 an, der sich die Ewige Rente anschloss.

4

Die m... Corp., zu deren Vermögen in erster Linie drei Immobilien in Co..., T... sowie ein voraussichtlich im Jahr 2017 fertigzustellendes Appartement in N... Y..., 252 East 57th Street und liquide Mittel auf einem Treuhandkonto gehörten, bewerteten die Bewertungsgutachter mit € 4.259.813,-. Die kleineren Beteiligungen flossen mit insgesamt € 1.521.597,- in den Net Asset Value ein. Den Barwert der Verwaltungskosten setzten die Bewertungsgutachter mit € 2.521.379,- an, wobei sie die bei der e... GmbH einen Basiszinssatz von 1,0% vor Steuern sowie eine Marktrisikoprämie von 6,75% vor Steuern sowie einen Beta-Faktor von 1,0 ansetzten. Infolge einer Veränderung des Kurses des US-Dollars kamen die Bewertungsgutachter ausweislich ihrer Stichtagserklärung vom 22.3.2017 zu einem Unternehmenswert in Höhe von € 13.054.757,-, was einem Wert je Aktie von € 132,20 entsprach.

5

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 8.12.2016, Az. 5HK O 20542/16 zur Abfindungsprüferin bestellte P... GmbH Wirtschaftsprüfungsgesellschaft (im Folgenden: P...) gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 6.2.2017 (Anlage zum Schriftsatz des Antragsgegners vom 12.7.2017, Bl. 25/26 d.A.) zu dem Ergebnis, die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung in Höhe von € 136,- je Stückaktie stelle sich als angemessen dar. In der Stichtagserklärung vom 22.3.2017 bestätigten die Abfindungsprüfer von P... die Angemessenheit dieser Barabfindung auch unter Berücksichtigung der Entwicklungen seit dem Abschluss der Prüfung.

6

c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde mit Datum vom 16.5.2017 in das Handelsregister eingetragen und am 17.5.2017 nach § 10 HGB bekannt gemacht. Am Tag der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister waren alle Antragsteller Aktionäre der m... AG.

**7**

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 17.8.2017 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, aufgrund ihrer zulässigerweise gestellten Anträge müsse die festgelegte Barabfindung wegen ihrer Unangemessenheit erhöht werden.

**8**

a. Die herangezogene Methode des Net Asset Value-Verfahrens stelle sich als ungeeignet dar, weil es dabei nicht zu einer Bewertung künftiger finanzieller Überschüsse komme. Zudem werde übersehen, dass die Gesellschaft über operative Einheiten mit dem Handel einer Immobilie in N... Y... und einem Online-Buchverkauf verfüge. Ebenso hätten steuerliche Verlustvorträge auch im Rahmen der Net Asset Value-Methode berücksichtigt werden müssen. Unklar bleibe die Ermittlung des Werts der Vorräte. Es fehle auch eine Überprüfung anhand der Feuerversicherungswerte.

**9**

b. Fehlerhaft erfolgt sei die Bewertung der einzelnen Vermögensgegenstände der Gesellschaft.

**10**

(1) Angesichts der aktuellen Entwicklung auf den Immobilienmärkten dürfe für die Wohnung in D... keinesfalls ein Wert unterhalb der Anschaffungskosten in Höhe von € 2.000.000,- angesetzt werden. Die Annahme eines Rückgangs bei den Wohnungen in B... lasse sich gleichfalls nicht rechtfertigen. Bei der Immobilie in D... müsse von einem Mietzins über € 10,-/m<sup>2</sup> ausgegangen werden, woraus sich ein Buchwert von € 2,329 Mio. ableite. Sowohl in D... als auch bei den drei B...er Wohnungen liege der Rohertrag der Jahresmiete fehlerhaft weit unterhalb der Marktpreise. Als fehlerhaft müsse es zudem bezeichnet werden, nicht die Bodenrichtwerte von € 3.000,-/m<sup>2</sup> in B... und € 1.900,-/m<sup>2</sup> in D... heranzuziehen. Ebenso vernachlässige der Ansatz der Wohnungen in B.../F... die sehr gute Lage, woraus sich ein Ansatz von € 6.000,-/m<sup>2</sup> ergebe. Zudem müsse die Möglichkeit von Mieterhöhungen wie auch von Neuvermietungen angesetzt werden. Nicht nachvollziehbar sei der Ansatz von Abschlägen um 50% wegen Änderungen beim Geschmack. Deutlich zu hoch angesetzt seien die Bewirtschaftungskosten von 20% der jährlichen Kaltmiete.

**11**

(2) Der Ansatz des Barwerts der Verwaltungskosten stehe in Widerspruch zur Systematik des Net Asset Value-Verfahrens. In jedem Fall aber müsse es zu einer Korrektur der zu hoch angesetzten Kosten kommen, zumal unklar sei, inwieweit der Ansatz im Einzelnen auf einer Planung der Gesellschaft oder anderen Ermittlungsmethoden beruhe. Als zu hoch müsse der Ansatz von Personalkosten mit € 261.000,- für den Vorstand, eine Voll- und eine Teilzeitkraft eingestuft werden. Ebenso überhöht stelle sich der Ansatz von typisierten Verwaltungskosten in Höhe von € 200.000,- für die Verwaltung von vier Immobilien, fünf Beteiligungen, zwei Darlehen, liquide Mittel und diverse Wertpapiere dar. Nicht nachvollzogen werden könne zudem der hohe Aufwand für Miete und Kfz-Kosten, die auch falsch abgegrenzt worden seien.

**12**

(3) Korrekturbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre bestehé weiterhin bei der Bewertung der Anteile an der e... GmbH.

**13**

(a) Angesichts des Wachstums im Online-Handel und der geplanten Erweiterung der Produktpalette mit einer Teilnahme am Internethandel sei der Umsatz zu konservativ geplant. Die Planung vernachlässige die hohe Skalierbarkeit.

**14**

(b) Nach einer Thesaurierung in den beiden ersten Planjahren mit 100% bzw. 32,75% könne die Vollausschüttung in den weiteren Jahren wie auch in der Phase des Terminal Value ebenso wenig nachvollzogen werden wie der Ansatz einer Wachstumsthesaurierung in Höhe von € 850,-.

**15**

(c) Zu hoch angesetzt sei der Kapitalisierungszinssatz. Gerade die Marktrisikoprämie von 6,75% vor Steuern stelle sich als deutlich überhöht dar. Die in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen könne man schon wegen ihrer Größe nicht mit der e... GmbH vergleichen. Es fehle eine Klarstellung zur Ableitung des Verschuldungsgrades der e... GmbH und zur Anwendung des raw oder adjusted Beta. Erhöht werden müsse angesichts der Dynamik des von der Gesellschaft beworbenen und bedienten Marktes der mit 0,75% zu niedrig angesetzte Wachstumsabschlag. Die Notwendigkeit der Erhöhung resultiere auch aus der Vollausschüttung, weil dann von keinem thesaurierungsbedingten Wachstum ausgegangen werden könne, weshalb dann irgendwann ein negativer Cash flow entstehen werde.

## 16

(4) Zu einer Erhöhung des angesetzten Wertes müsse es auch bei der Beteiligung an der m... Corp. kommen.

## 17

(a) Die angenommene Wertsteigerung der Immobilien in T... um 16% im Laufe von sieben Jahren falle zu gering aus. Hier hätte eine Ertragswertermittlung durchgeführt werden müssen. Der Wert der Immobilie in N... Y... stehe in Widerspruch zu der rasanten Entwicklung am dortigen Markt. Unklar bleibe zudem der Rechtsgrund von Forderungen der m... Corp. gegenüber der m... AG.

## 18

(b) Bei den Verwaltungskosten bestehe die Gefahr eines doppelten Abzugs sowohl bei der Muttergesellschaft als auch der m... Corp. Zudem hätte der höhere Basiszinssatz der Vereinigten Staaten von Amerika angesetzt werden müssen. Deutlich überhöht sei der Ansatz von Kosten für den externen Berater in Höhe von USDollar 120.000,- p.a. für Managementleistungen Mit Blick auf die Verwaltung eines Vermögens von rund € 4,3 Mio., nachdem dies ein krasses Missverhältnis zu typisierten Verwaltungskosten in Höhe von € 200.000,- bei der m... AG bedeute. Unklar bleibe, worauf der Ansatz der Rechts- und Beratungskosten beruhe. Die Verwaltungskosten hätten mit einem länderspezifischen Zinssatz abgezinst werden müssen.

## 19

(5) Bei den einzelnen weiteren Beteiligungen der Gesellschaft müsse eine Erhöhung vorgenommen werden, zumal weder Jahresabschlüsse noch Erfolgsrechnungen vorgelegen hätten.

## 20

(a) Bei der Bewertung der MA... hätte bei Heranziehen der ursprünglichen Anschaffungskosten entsprechend dem Buchwert in der Bilanz zum 30.9.2016 und dem Umrechnungskurs zum Stichtag ein höherer Betrag als € 333.410,52 angesetzt werden müssen.

## 21

(b) Bei der Ausleihe NE... US RE LP müssten die Zinsen bis zur Endfälligkeit einbezogen und angesichts der ebenfalls angenommenen Diskontierung der Verwaltungskosten diskontiert werden. Keine Klarheit bestehe über die Berücksichtigung der Zuflüsse aus der NE... CP II GmbH in der Bewertung.

## 22

(c) Die Übernahme durch Spiral Genetics vor dem Stichtag der Hauptversammlung hätte in die Bewertung des Beteiligungswertes an der im Jahr 2009 gegründeten O... Inc. einfließen müssen. Erwägen müsse man zudem, dass bei Start ups neue Finanzierungsrunden stets auf Basis einer höheren Bewertung stattfänden.

## 23

(d) Fehlerhaft erfolgt sei die Vornahme von Abschreibungen im Rahmen der Bewertung der F... A... Fund S.C.A., weil es sich nicht um Gebrauchskunst handele. Angesichts des Abschlusses der Investitionsphase hätte hier eine Ertragswertermittlung durchgeführt werden müssen.

## 24

(6) Zu niedrig erfolgt sei der Ansatz der Wertpapiere, weil durch die Annahme des Niederstwertprinzips nicht der wahre Wert ermittelt worden sei. Die Bewertung von B... A... hätte mit dem Ausgabepreis von € 500.000,- erfolgen müssen, weil es sich um ein Express-Zertifikat mit einer Rückzahlung von mindestens 100% oder auch mehr handele, wenn sich die Basiswerte über die in den Konditionen festgelegten Schwellen entwickeln würden. Bei BNP Paribas Autocalls sei fraglich, ob der Rückzahlungsbetrag geflossen und tatsächlich angesetzt worden sei. Nicht hinreichend klar werde die Ermittlung des bei der N.. Autocalls

angesetzten Betrages von € 435.751,41 ebenso wie bei R...1 Y USD. Bei den strukturierten Finanzderivaten hätte anstelle des Marktwerts auf den vom Vorstand erwarteten finanziellen Nutzen aus diesen Wetten abgestellt werden müssen, weil er bei fehlenden Chancen das Papier zum Stichtag veräußert hätte. Aufklärungsbedarf bestehe hinsichtlich der Werte des Derivats XS 1 zum Fälligkeitstag 3.3.2017 ebenso wie in Bezug auf den Wert des Derivats XS 2 am Verkaufs- bzw. Verfallsstichtag.

**25**

(7) Anpassungsbedarf zugunsten der Minderheitsaktionäre bestehe auch bei weiteren Aktiva und Passiva der Gesellschaft.

**26**

(a) Die Kunstgegenstände der m... AG hätten zu einem höheren Wert angesetzt werden müssen. Auch müsse die Berechtigung der Vergabe eines zweiten Darlehens an den Aufsichtsrat über € 1,3 Mio. in Frage gestellt werden. Bei einem Darlehen an Vorstand und Aufsichtsrat über € 1,75 Mio. bleibe die weitere Entwicklung ebenso unklar wie die Hingabe von Sicherheiten und die Gründe der nicht erfolgten Anlage entsprechend dem Kapitalisierungszinssatz. Aufgeklärt werden müsse auch die Ursache der Differenzen zu den Buchwerten und dem Net Asset Value beim Kassenbestand und bei den Guthaben bei Kreditinstituten.

**27**

(b) Bei den Verbindlichkeiten gegenüber den Kreditinstituten müsse der Zinssatz angegeben werden. Nicht klar werde, inwieweit der Betrag von € 2,426 Mio. bei diesen Passiva den Barwert zum Stichtag angebe. Bei den sonstigen Rückstellungen müsse es zur Vermeidung von Doppelerfassungen zur Aufteilung kommen.

**28**

(c) Die festgesetzte Barabfindung lasse den zuletzt deutlich über dem angebotenen Betrag liegenden Börsenkurs der m...-Aktie zu Unrecht außer Betracht. Auch müsse es zu einer Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen kommen, die der Antragsgegner, aber auch die Gesellschaft selbst beim Erwerb eigener Aktien gezahlt habe.

**29**

3. Der Antragsgegner beantragt demgegenüber angesichts der Angemessenheit der mittels Beschlusses der Hauptversammlung festgesetzten Barabfindung die Zurückweisung der Anträge.

**30**

a. Angesichts der Tätigkeit der m... AG als vermögensverwaltender Gesellschaft könne deren Unternehmenswert mit Hilfe der Net Asset Value-Methode abgeleitet werden, nachdem dieser für solche Gesellschaften in der Wirtschaftswissenschaft anerkannt und in der Praxis gebräuchlich sei. Steuerliche Verlustvorträge dürfe man wegen fehlender Verkehrsfähigkeit nicht einfließen lassen.

**31**

b. Das Vermögen der Gesellschaft sei zutreffend bewertet worden.

**32**

(1) Dies gelte zunächst für die im Eigentum der Gesellschaft stehenden Immobilien. Der unter den Anschaffungskosten liegende Ansatz der Immobilie in D... mit einem Betrag von € 1.963.912,- rechtfertige sich aus der Berücksichtigung der kumulierten Abschreibungen auf Gebäude inklusive Einbauten in Höhe von € 186.224,-. Von einem überhöhten Ansatz der Bewirtschaftungskosten könne nicht ausgegangen werden, weil diese tatsächlich in Höhe von 22% anzusetzen seien. Zugunsten der Minderheitsaktionäre habe das Bewertungsgutachten den aufgrund der Multiplikatormethode ermittelten und damit höheren der drei denkbaren Wertansätze für die drei Immobilien in B... herangezogen, der sich aus dem sachgerecht ermittelten Rohertrag, multipliziert mit dem Vervielfältiger zuzüglich des Bodenwertes errechne. Dem Bodenrichtwert komme keine bewertungsspezifische Relevanz zu.

**33**

(2) Den Barwert der Verwaltungskosten müsse man vom Substanzwert der Vermögenswerte abziehen, weil sich nur dann ein vollständiges Bild der geforderten Kompensation ergebe. Der Ansatz eines Betrages von € 2.521.379,- liege am unteren Ende eines plausibel ableitbaren Bandbreitenkorridors; der aus dem Durchschnitt der Geschäftsjahre 2013/14 bis 2015/16 abgeleitete Wert liege mit einem Wert von € 7.140.643 deutlich über dem von den Prüfern ermittelten Wertansatz zum Stichtag 22.2.2017.

**34**

(3) Kein Korrekturbedarf ergebe sich beim Wertansatz der m... Corp., für deren Immobilien im US-Bundesstaat T... anhand von Vergleichswerten ein zutreffender Wert angesetzt worden sei. Die steuerliche Bewertung sei als Referenzgröße zu Vergleichszwecken herangezogen worden und hätte ein niedrigeres Ergebnis nach sich gezogen. Die Einbeziehung der Anzahlung für die Wohnung in N... Y... habe zum Buchwert erfolgen können angesichts niedriger anzusetzender Verkehrswerte vergleichbarer Objekte.

**35**

(4) Die Bewertung der Beteiligungen der Gesellschaft müsse nicht mit höheren Werten einfließen.

**36**

(a) Die Ermittlung des Werts der O... Inc. entspreche dem von dieser Gesellschaft an die Öffentlichkeit gerichteten Angebot zum Erwerb von Anteilen an ihr aus der zweiten Finanzierungsrunde vom November 2015.

**37**

(b) Bei der Bewertung des F... A... Fund S.C.A. sei keine laufende „Normalabschreibung“ entsprechend der üblichen Vorgehensweise bei Gebrauchskunst vorgenommen worden; vielmehr habe das Bewertungsgutachten auf zu erwartende tatsächliche Wertminderungen abgestellt, wenn und soweit ein die Anschaffungskosten deckender Liquidationserlös nicht mehr zu erwarten stehe.

**38**

(5) Angesichts einer jederzeitigen Kündbarkeit des Darlehens mit einer Frist von 30 Tagen zum Monatsende könne nicht angenommen werden, das Darlehen sei geeignet, die Ertragskraft der m... AG in Gestalt von nachhaltig erzielbaren Zinserträgen zu stärken.

**39**

(6) Eine Herabsetzung des Kapitalisierungzinssatzes bei der e... GmbH als einziger operativ tätiger Tochtergesellschaft der m... AG führe zwar im Ergebnis zu einem höheren Ertragswert der e... GmbH, müsse dann aber gleichzeitig eine Erhöhung des Barwerts der Verwaltungskosten nach sich ziehen.

**40**

4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 7.2.2018 (Bl. 73 d.A.) Herrn Rechtsanwalt ... zum gemeinsamen Vertreter der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 79 d.A.) hat der Vorsitzende die Veröffentlichung der Bekanntmachung über die Bestellung (Bl. 74 d.A.) veranlasst. Der gemeinsame Vertreter rügt in erster Linie die mangelnde Eignung der angesetzten Methode zur Ermittlung der Barabfindung, bei der es zudem zu einer Berücksichtigung der erheblichen Verlustvorträge kommen müsse. Unklar bleibe, inwieweit der Börsenhandel und die Einstellung der Notierung im Freiverkehr Berücksichtigung gefunden hätten. Der Ansatz der Verwaltungskosten vermengte fehlerhaft zwei unterschiedliche Bewertungsmethoden; zudem seien die angesetzten Personalkosten, Mitaufwendungen in Höhe von € 35.244,-, Rechts- und Beratungskosten von € 51.414,50, Aufsichtsratskosten von € 25.000,- pro Jahr sowie Hauptversammlungskosten von jährlich € 15.000,- und sonstige Kosten in Höhe von € 15.037,37 p.a. angesichts einer lediglich eigenes Vermögen verwaltenden Investmentgesellschaft nicht mehr plausibel. Hinsichtlich der Entwicklung der Wertpapiere enthalte die Aktualitätsbescheinigung der Bewertungsgutachter keine näheren Angaben. Angesichts des deutlichen Anstiegs der Immobilienpreise in D... lasse sich der Wertansatz mit € 1.963.912,- nicht mehr begründen, was auch für die Wohnung in dem B...er Stadtteil F... gelte. In N... Y... seien die Immobilienpreis gleichfalls dramatisch angestiegen, weshalb der Wertansatz bei einem Gesamtkaufpreis von US-Dollar 4,24 Mio. erhöht werden müsse.

**41**

b. In der mündlichen Verhandlung vom 5.7. und 25.10.2018 hat das Gericht die gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von P... – Herrn Wirtschaftsprüfer Ni... und Herrn Fe... – mündlich angehört und sie mit Beschlüssen vom 5.7.2018 (Bl. 167 d.A.) und vom 25.10.2018 (Bl. 236 d.A.) gebeten, zu Einzelfragen der Unternehmensbewertung ergänzend Stellung zu nehmen. Das Gericht hat darüber hinaus Beweis erhoben gemäß Beschluss vom 5.2.2019 (Bl. 274/280 d.A.), berichtet durch Beschluss vom 22.10.2019 (Bl. 286/287 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des Sachverständigen Prof. Dr. ... Ra... Weiterhin hat das Gericht den Sachverständigen entsprechend der Verfügung vom 17.12.2020 (Bl. 527 d.A.) zur Erläuterung seines Gutachtens mündlich angehört und ihm mit Beschluss vom 4.3.2021 (Bl. 645 d.A.) aufgegeben, in einem schriftlichen Ergänzungsgutachten zu einigen Fragen ergänzende Ausführungen zu

machen. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörungen der Abfindungsprüfer wird Bezug genommen auf die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 5.7.2018 (Bl. 137/167 d.A.) und vom 25.10.2018 (Bl. 215/236 d.A.) sowie die allen Verfahrensbeteiligten zugestellten ergänzenden Stellungnahmen der Abfindungsprüfer vom 12.7.2018 (Bl. 192/204 d.A.) und vom 9.11.2018 (Bl. 262/266 d.A.), das zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachte Gutachten des Sachverständigen Prof. Dr. Ra... (Bl. 324/506 d.A.) einschließlich der allen Verfahrensbeteiligten zugestellten ergänzenden Stellungnahme des Sachverständigen vom 10.3.2021 (Bl. 540/621 d.A.) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 4.3.2021 (Bl. 623/645 d.A.).

**42**

5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 5.7.2018 (Bl. 137/167 d.A.), vom 25.10.2018 (Bl. 215/236 d.A.) und vom 4.3.2021 (Bl. 623/645 d.A.).

B.

**43**

Die Anträge auf Festsetzung einer angemessenen Barabfindung sind zulässig, jedoch nicht begründet.

I.

**44**

Die Anträge aller Antragsteller sind zulässig.

**45**

1. Die Antragsteller sind jeweils antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Beschlusses über den Squeeze out in das Handelsregister der m... AG am 16.5.2017 Aktionäre der Gesellschaft waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Antrag aller Antragsteller entweder von Vornherein nicht bestritten oder in Laufe des Verfahrens unstreitig gestellt bzw. nicht mehr bestritten, weshalb er gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden gilt.

**46**

2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gem. § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses entsprechend den Vorgaben aus § 10 HGB. Diese Bekanntmachung erfolgte am 17.5.2017, weshalb die Frist am Donnerstag, den 17.8.2017 endete. Spätestens an diesem Tag gingen die Anträge aller im Verfahren verbliebenen Antragsteller zumindest per Telefax und folglich fristwährend beim Landgericht München I ein.

**47**

3. Alle Antragsteller haben innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Diesen Anforderungen werden alle Anträge gerecht, weil die Anforderungen an die Konkretisierungslast nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer in Übereinstimmung mit dem BGH nicht überspannt werden dürfen (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; LG München I ZIP 2015, 2124, 2126; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 28.5.2014, Az. 5HK O 22657/12; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Drescher in: BeckOGK, Stand 1.2.2021, § 4 SpruchG Rdn. 22). Die Antragsgegnerin hat insoweit auch keine Bedenken geäußert, weshalb weitere Ausführungen hierzu nicht veranlasst sind.

II.

**48**

Die Anträge sind jedoch nicht begründet, weil die Barabfindung mit einem Betrag von € 136,- je Aktie der m... AG als angemessen angesehen werden muss.

**49**

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung 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 vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Unter Berücksichtigung des Eigentumsgrundrechts aus Art.14 Abs. 1 GG muss dem Aktionär ein vollständiger wirtschaftlicher Ausgleich für die Beeinträchtigung seiner vermögensrechtlichen Stellung als Aktionär gewährt werden, wobei dieser Ausgleich nicht unter dem Verkehrswert liegen darf. Hierzu muss der „wirkliche“ oder „wahre“ Wert des Anteilseigentums widergespiegelt werden. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur BGH NZG 2020, 1386, 1387 = AG 2020, 949, 950 = ZIP 2020, 2230, 2232 = WM 2020, 22139, 2140 = DB 2020, 2399, 2401 = DZWIR 2021, 104, 105 f. = DStR 2020, 2742, 2743 – Wella III; OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; AG 2020, 133, 134 f. = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 11.9.2014, Az. 31 Wx 278/13; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; AG 2017, 790, 791 = Der Konzern 2018, 74, 75; Beschluss vom 28.3.2014, Az. 21 W 15/11, zit. nach juris; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; OLG D... AG 2019, 92, 94 = ZIP 2019, 370, 373 = DB 2018, 2108, 2111; LG München I AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; AG 2020, 222, 223; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15).

## 50

1. Der Unternehmenswert musste dabei nicht unter Heranziehung der Ertragswertmethode ermittelt werden, sondern konnte anhand des Net Asset Value-Verfahrens abgeleitet werden, nachdem es sich bei der m... AG um eine vermögensverwaltende Gesellschaft handelt.

## 51

Eine Bewertung nach dem Standard IDW S1 musste vorliegend nicht durchgeführt werden. Eine rechtliche Bindung der Kammer an diesen vom Institut der Wirtschaftsprüfer e.V. herausgegebenen Standard kann es nicht geben, nachdem ihm keine Gesetzesqualität zukommt. Auch wenn die Ertragswertmethode im Rahmen der notwendigen Schätzung des Unternehmenswertes bei einem werbenden Unternehmen als grundsätzlich geeignete Methode angesehen werden muss, schließt dieser Umstand es nicht aus, nach den konkreten Gegebenheiten des einzelnen Falles eine andere Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes anzuwenden. Zwar können die Minderheitsaktionäre wie auch der Haupt- oder Mehrheitsaktionär nicht darauf vertrauen, dass die Kompensation im Spruchverfahren nach der vom Hauptaktionär seinem Abfindungsangebot zugrunde liegenden Berechnungsweise ermittelt wird. Andererseits kann daraus dann aber auch nicht der Schluss gezogen werden, es müsse zwingend eine andere Bewertungsmethode angewandt werden, wenn der gewählte Ansatz in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und auch in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGHZ 207, 114, 126 ff. = NZG 2016, 139, 142 f. = AG 2016, 135, 139 f. = ZIP 2016, 110, 114 f. = WM 2016, 157, 161 f. = BB 2016, 304 f. = Der Konzern 2016, 88, 91 f. = NJW-RR 2016, 231, 235 f.).

## 52

Diese Voraussetzungen müssen bei dem Net Asset Value-Ansatz, wie er hier gewählt wurde, als erfüllt angesehen werden. Dieser Ansatz leitet den Wert von Immobiliengesellschaften wie beispielsweise der m... AG direkt aus den Werten der gehaltenen Vermögensgegenstände ab. Er berechnet sich als Summe der Marktwerte des Vermögens, vermindert um die Schulden der Gesellschaft. Demgemäß stellt sich der Net Asset Value als spezifische Variante der Discounted Cash Flow-Methode dar und entspricht dem Reinvermögen einschließlich stiller Reserven. Der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft resultiert vor allem aus der Ertragskraft ihrer Kapitalanlagen, die wiederum maßgeblich in ihren Marktwerten im Sinne von Verkehrswerten zum Ausdruck kommen. Wenn der Marktwert einer Kapitalanlage als Barwert der damit verbundenen zukünftigen Einnahmen und Ausgaben gesehen wird, so ergibt sich der Wert einer vermögensverwaltenden Gesellschaft als Summe der einzelnen Verkehrswerte zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände abzüglich des Gegenwartswertes der Verbindlichkeiten. Demzufolge repräsentiert der Net Asset Value die Summe der Barwerte der erwarteten künftigen Nettoerträge aus den Kapitalanlagen zuzüglich des Wertes anderer Vermögensgegenstände und spiegelt folglich den Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse wider. Damit aber kann es sich bei der so verstandenen Bewertungsmethode nicht um eine Substanzbewertung handeln; vielmehr handelt es sich um eine modifizierte Ertragsbewertung, bei der die spezifischen Gegebenheiten einer vermögensverwaltenden

Gesellschaft angemessen berücksichtigt werden. Im Net Asset Value spielen immaterielle Vermögenswerte wie Goodwill, neue Produkte, Kundenbindung oder Human Resources, die beispielsweise bei Industrieunternehmen die künftige Ertragskraft und damit den Unternehmenswert bestimmen, allenfalls eine untergeordnete oder praktisch kaum eine Rolle, wobei dies auch für Synergieeffekte gilt. Ein Vorteil dieser Methode besteht auch darin, dass Einnahmen und Ausgaben dem einzelnen Objekt gut zugeordnet werden können; folglich muss eine additive Verknüpfung der einzelnen Immobilien zum Gesamtwert des Unternehmens als durchaus sachgerecht angesehen werden. Somit spiegelt der Net Asset Value zumeist in hohem Maße den theoretisch richtigen Ansatz als Barwert der künftigen Zahlungsüberschüsse des Gesamtunternehmens wider.

### **53**

Vermögensverwaltende Gesellschaften sind vor allem durch regelmäßig wiederkehrende Erträge wie Dividenden- oder Mieterträge geprägt, andererseits aber auch durch einmalige Erträge aus Veräußerungsgeschäften, wobei derartige Geschäfte nicht ohne Weiteres zur Schätzung künftiger Erträge herangezogen werden können. Die Prognose müsste durch derartige Einmaleffekte bereinigt werden. Da solche Erwerbs- und Veräußerungsgeschäfte einen wesentlichen Anteil der vermögensverwaltenden Tätigkeit der Gesellschaft ausmachen, wäre eine ersatzlose Streichung auch nicht sachgerecht. Dieser Problematik wird durch den Ansatz über den Net Asset Value angemessen begegnet, weil jede einzelne Immobilie und jede einzelne Beteiligung gesondert betrachtet wird. Auch ist nicht erkennbar, inwieweit es Verbundvorteile zwischen den einzelnen Assets geben könnte; deshalb kann die Unmöglichkeit der Berücksichtigung derartiger Synergieeffekte dem Net Asset Value-Verfahren nicht entgegengehalten werden.

### **54**

Ganz wesentlich aber muss bei der Berechtigung dieser Methode auch gesehen werden, dass der Gesetzgeber diese Art der Bewertung als gesetzliche Bewertungsregel für offene Immobilienfonds nunmehr ausdrücklich gesetzlich in § 168 KAGB, der § 36 InvG abgelöst hat, kodifiziert hat. Demgemäß kann auch unter Berücksichtigung der oben geschilderten Vorgaben der höchstrichterlichen Rechtsprechung das Net Asset Value-Verfahren zur Bestimmung des Unternehmenswertes der m... AG herangezogen werden. Auch wenn es sich bei dieser Gesellschaft nicht um einen offenen Immobilienfonds handelt, zeigt doch die Wertung des Gesetzgebers, dass im Zusammenhang mit der Bewertung von Immobilien der Ansatz über den Net Asset Value eine geeignete Methode ist (vgl. OLG München AG 2020, 56, 57 f.; OLG Karlsruhe AG 2020, 755, 756; OLG Frankfurt, Beschluss vom 8.9.2016, Az. 21 W 36/15; LG München I, Beschluss vom 30.11.2016, Az. 5HK O 22066/02; LG Frankfurt NZG 2015, 635, 639 = AG 2015, 409, 411; LG Hamburg, Beschluss vom 29.6.2015, Az. 412 HK O 178/12; Arnold/Rothenberg in: Fleischer/Hüttemann, Rechtshandbuch Unternehmensbewertung, 2. Aufl., § 33 Rdn. 58; Rehgugler in: Francke/Rehgugler, Immobilienmärkte und Immobilienbewertung, 2. Aufl., Anm. 13.2.4, S.434 ff.; Rehgugler in: Die Immobilien AG – Chancen für Unternehmen und Investoren in: Die Immobilien AG, Bewertung und Marktattraktivität, S. 1, 16 ff.; Thomaschowski/Rehgugler/ Nack in: Die Immobilien AG, Bewertung und Marktattraktivität, S. 55, 57 ff.; Zajonz, Die Bewertung Europäischer Immobilienaktien, 1. Aufl.; Schulte/Matzen in: Festschrift für Drukarczyk zum 65. Geburtstag, S. 383, 387 ff.; Creutzmann BewP 4/2007, S. 7 ff.; ders. BewP 2/2013, S. 64 ff.; Wasemann DB 2018, 3042, 3043).

### **55**

Diesem Ansatz lässt sich der Beschluss des Oberlandesgerichts Frankfurt vom 3.11.2020, Az. 21 W 76/19 (NZG 2021, 72, 73 = NJW-RR 2021, 115, 116) nicht entgegenhalten, weil sich dort etwa die Hälfte der Immobilien und mehr als die Hälfte der dort zu bewertenden Gesellschaft in Fremdbestand befanden; mithin lag ein wesentlicher Teil des Geschäfts der Gesellschaft in der Verwaltung fremden Immobilienbestandes, was vorliegend gerade nicht der Fall ist. Die m... AG ist Alleineigentümerin sowohl der Wohnung in D... wie auch der drei Wohnungen in B... und 100%-ige Gesellschafterin der m... Corp. wie auch der e... GmbH, deren Wert sachgerecht mit Hilfe der Ertragswertmethode ermittelt wurde.

### **56**

a. Das Aktivvermögen der m... AG muss mit maximal € 18.516.915,- angesetzt werden.

### **57**

(1) Das Immobilienvermögen konnte mit einem Wert von € 3.480.171,- in die Ermittlung des Unternehmenswertes einfließen.

**58**

(a) Die im D...er Stadtbezirk D... in der F...straße ... gelegene Immobilie war mit € 1.621.131,- zu bewerten, wie die durchgeführte Beweisaufnahme durch Einholung eines Gutachtens des gerichtlich bestellten Sachverständigen Prof. Dr. Ra... zur Überzeugung der Kammer ergeben hat.

**59**

(aa) Der auf der Grundlage einer Bewertung des von A... herangezogenen Sachverständigenbüros S... und B...GmbH ermittelte Wert lag um rund 21% höher und kann folglich der Ermittlung des Unternehmenswertes der m... AG nicht zugrunde gelegt werden, weil eine derartig große Abweichung vom wahren Wert nicht mehr sachgerecht sein kann. Der gerichtlich bestellte Sachverständige ermittelte den Wert des Grundstücks mit der darauf befindlichen Eigentumswohnung entsprechend den gesetzlichen Vorgaben aus § 194 BauGB i.V. m. § 15 ImmoWertV nach dem Vergleichswertverfahren. Aufgrund von § 194 BauGB wird der Verkehrswert durch den Preis bestimmt, der sich in dem Zeitpunkt, auf den sich die Ermittlung bezieht, im gewöhnlichen Geschäftsverkehr nach den rechtlichen Gegebenheiten und tatsächlichen Eigenschaften, der sonstigen Beschaffenheit und der Lage des Grundstücks ohne Rücksicht auf ungewöhnliche oder persönliche Verhältnisse zu erzielen wäre. Im Vergleichswertverfahren nach § 15 Abs. 1 Satz 1 ImmoWertV wird der Vergleichswert aus einer ausreichenden Zahl von Vergleichspreisen ermittelt, wobei nach Satz 2 dieser Vorschrift die Kaufpreise solcher Grundstücke heranzuziehen sind, die mit dem zu bewertenden Grundstück hinreichend übereinstimmende Grundstücksmerkmale aufweisen. Der gerichtlich bestellte Sachverständige zog insgesamt fünf vergleichbare Kaufobjekte aus der Zeit einer Veräußerung ab März 2016 heran, wobei die Wohnungen mindestens 95 m<sup>2</sup> groß sein und sich in guten oder sehr guten Wohnlagen in D... befinden mussten, nachdem er den Mikrostandort im Stadtbezirk D... als zwischen guter und sehr guter Lage gelegen bezeichnete. Unter Berücksichtigung notwendiger Anpassungen, die sich aus der besseren Ansichts- und Beleuchtungssituation bei den von ihm genannten Wohnungen 2 und 3, der schlechteren Lage im Souterrain beim Verkaufsat 3 in der F...straße, der freien Verfügbarkeit bei den Vergleichswohnungen, den zum Teil in einer sehr guten Lage befindlichen Kauffällen und den am Immobilienmarkt auch in D... zu bewertenden Preissteigerungen ergaben, konnte Herr Prof. Dr. Ra... den Mittelwert von € 3.999,-/m<sup>2</sup> zugrunde legen. Die Vergleichbarkeit der einzelnen herangezogenen Objekte wird über einen Umrechnungskoeffizienten vorgenommen, der im Bericht des Gutachterausschusses der Landeshauptstadt D... veröffentlicht ist. Im Vergleich zur Dachgeschosswohnung kam es zu einem Abschlag von 5%, weil diese Wohnungen angesichts der besseren Aussichts- und Belichtungssituation in der Regel zu höheren Quadratmeter-Preisen gehandelt werden als im Erdgeschoss gelegene Wohnungen. Demgegenüber kommt es wegen der geringen Nachfrage nach Souterrain-Wohnungen dort zu einem Zuschlag von 10%.

**60**

Der Anpassungszuschlag an die konjunkturelle Marktentwicklung bedarf keiner Korrektur nach oben. Der Sachverständige erläuterte im Termin vom 4.3.2021 die Üblichkeit einer Abrundung im Immobilienbereich auf ganze Prozentpunkte – diese Rundung steht jedenfalls im vorliegenden Fall auch in Einklang mit den mathematischen Rundungsregeln, wonach bis,49 abgerundet wird. Auch eine Ermittlung des Vergleichswerts nach §§ 194 BauGB, 15 Abs. 1 ImmoWertV stellt sich als Mittel zur Schätzung des Unternehmenswertes im Sinne des § 287 Abs. 2 ZPO dar, bei der es keinen exakten oder wahren Wert des Grundstücks geben kann (vgl. BGHZ 119, 62, 66 = NJW 1992, 2880; BGH NVwZ 1982, 395, 396; Kleiber in: Ernst/Zinkahn/ Bielenberg/Krautzberger in: BauGB, 140. Erg. Lfg. Oktober 2020, Vorbem ImmoWertV Rdn. 33). Der durch einen Verzicht auf Rundungen ermittelte Grundstückswert bietet demgemäß keine größere Richtigkeitsgewähr, weil es sich auch dabei nur um eine Annäherung an den wahren oder exakten, tatsächlich so aber nicht bestimmbar genauen Wert handeln kann.

**61**

Als weiteres objektspezifisches Merkmal im Sinne des § 194 BauGB muss die Abweichung der tatsächlichen Roherträge von den marktüblichen Roherträgen berücksichtigt werden. Die vertraglich vereinbarte Nettokaltmiete beträgt einschließlich der Tiefgaragenstellplätze € 49.696,- p.a., während € 55.296,- als Jahresmiete nachhaltig erzielbar wären. Dieser Mehrbetrag von jährlich € 5.600,- ist über drei Jahre als Zeitraum bis zur nächsten gesetzlich möglichen Mieterhöhung mit dem Liegenschaftszins abzuzinsen, woraus sich dann der Barwert des Mietertrages von € 15.904,- errechnet.

**62**

(bb) Allein aus dem im Jahr 2012 bezahlten Kaufpreis von € 2 Mio. lässt sich angesichts dieser Überlegungen kein Rückschluss auf einen höheren Verkehrswert ziehen. In die Wertermittlung eingeflossen ist ein Anteil von € 100.000,- für insgesamt vier Garagen-Stellplätze; dieser Wert liegt innerhalb der Bandbreite von citynahen Stellplätzen, die nach den Ausführungen des Sachverständigen mit Werten zwischen € 11.000,- und € 40.000,- je Stellplatz gehandelt werden. Angesichts dessen muss von einem Kaufpreis allein für die Wohnung von € 1,9 Mio. ausgegangen werden, woraus sich ein Preis von € 5.293,- /m<sup>2</sup> errechnet. Aus den Unterlagen des Gutachterausschusses konnte der Sachverständige m<sup>2</sup>-Preise für im Jahr 2012 verkaufte Wohnungen zwischen € 1.000,- und € 2.600,- ermitteln; der absolute Spitzenpreis für Neubauwohnungen lag bei knapp € 5.800,-. Daraus muss dann aber die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Anschaffungskosten für die Immobilie, die dem bilanziellen Buchwert bei der Bewertung durch A... und der Prüfung durch P... zugrunde gelegt wurden, zumindest sehr hoch waren. Dies gilt umso mehr, als die Wohnung in D... nicht renoviert war und auch der Schwimmbadbereich bei einem Ortstermin des Sachverständigen nicht in Betrieb war. Instandhaltungsarbeiten wurden im Wellness-Bereich auch erst nach dem Stichtag der Hauptversammlung getätig, weshalb sie nicht werterhöhend berücksichtigt werden dürfen. Auch an den Bädern konnte Herr Prof. Dr. Ra... im Verlauf der von ihm durchgeföhrten Ortsbesichtigung erkennen, dass es seit der Errichtung in den Jahren 1984/85 keine Renovierungen gab.

#### **63**

(cc) Etwas anderes ergibt sich ungeachtet der Tatsache einer guten Ausstattung und der Größe der Wohnung mit 385 m<sup>2</sup> nicht aus einem Vergleich mit in einem Immobilienportal ausgewiesenen Werten für Wohnungen mit mehr als € 120,- qm, bei denen im Juli 2017 m<sup>2</sup>-Preise von € 6.018,84 ausgewiesen waren. Angebotspreise können nämlich der Wertermittlung nicht zugrunde gelegt werden; aus einer bloßen Preisforderung lässt sich kein Rückschluss auf den Verkehrswert ziehen, weil eine Preisforderung kein Abbild des tatsächlichen Geschehens auf dem Grundstücksmarkt ist. Die Wertermittlung des Sachverständigen über den örtlichen Gutachterausschuss und dort hinterlegte Kauffälle bietet zudem eine deutlich objektivierbarere Grundlage als die Werte aus einem Immobilienportal, bei denen nicht bekannt ist, wer welche Werte eingegeben hat und wie diese generiert wurden. Demgegenüber verfügt der Gutachterausschuss gerade in einer Großstadt wie D... über eine Vielzahl von Kauffällen, aus denen durch die vom Sachverständigen mitgeteilten Qualitätskriterien die passenden Vergleichsfälle herausgefiltert werden können.

#### **64**

Die Maßgeblichkeit des hier angenommenen Vergleichswerts lässt sich trotz der Unterschiede nicht aus den im Gutachten genannten deutlich höheren Bandbreiten der ...bank für Kaufpreise von Eigentumswohnungen im Wiederverkauf für eine gute bis sehr gute Lage infrage stellen. Der gerichtlich bestellte Sachverständige erläuterte nämlich, mit diesen Werten der ...bank nicht gearbeitet zu haben. Für ihn zeigten die Daten des Gutachterausschusses eine höhere Güte, die er insbesondere einer statistischen Überprüfung über das Konfidenzintervall und den Variationskoeffizienten zuleitete, weshalb er sie als maßgeblich zugrunde legen konnte.

#### **65**

Der von einigen Antragstellerin zitierte Grundstücksmarktbericht N...-W... bezieht sich auf Erstverkäufe, während für Wiederverkäufe aus dem Baujahr 1984/85 deutlich niedrigere Werte angegeben werden.

#### **66**

(dd) Der Ansatz einer Restnutzungsdauer für das Sondernutzungsrecht am Garten muss nicht revidiert werden. Daher kann hierfür ein Wert von € 101.394,- angesetzt werden. Eine Erhöhung um € 40.000,- muss nicht erfolgen. Herr Prof. Dr. Ra... ging davon aus, dass das Gebäude nach angemessener Restnutzungsdauer abgerissen oder zumindest aufwendig restauriert werde. Der Garten indes hängt mit der Nutzung des Gebäudes eng zusammen, weshalb es auch aus Sicht der Kammer gerechtfertigt ist, die Restnutzungsdauer in gleicher Weise für das Sondernutzungsrecht anzunehmen. Der Sachverständige bezeichnete die gegenteilige Auffassung zwar als vertretbar. Daraus kann aber nicht die Schlussfolgerung gezogen werden, dem Sondernutzungsrecht dürfe zwingend keine Restnutzungsdauer zugewiesen werden. Die von Herrn Prof. Dr. Ra... angewandte Annahme des Ansatzes einer Restnutzungsdauer beruht auf einer sachgerechten Methodik angesichts des Zusammenhangs mit der Nutzung des Gebäudes und muss der Höhe nach als vertretbar bezeichnet werden. Den jährlichen Nutzungswert ermittelte der Sachverständige über einen Prozentsatz vom Bodenwert unbebauter Grünlandflächen in Höhe von € 775,-

/m<sup>2</sup>, der dann mit dem Barwertfaktor aus dem Antragstellerseits nicht in Frage gestellten Liegenschaftszinssatz von 2,75% und der Restnutzungsdauer von 47 Jahren kapitalisiert wird.

## 67

(ee) Zur Plausibilisierung des Vergleichswerts nahm der gerichtlich bestellte Sachverständige zudem eine Wertermittlung im Ertragswertverfahren vor, bei dem er von einem Mietzins von € 12,- je m<sup>2</sup> für das Wohnen ausging und so eine Nettokaltmiete von € 51.696,- errechnete, zu der die Miete für die vier Tiefgaragenstellplätze von € 75,- je Stellplatz in Höhe von € 3.600,- p.a. zu addieren ist, woraus sich ein Jahresrohertrag von € 55.296,- errechnete. Hiervon abzuziehen sind Bewirtschaftungskosten in Höhe von € 5.743,- p.a., so dass der Reinernertrag € 49.533,- beträgt. Dieser ist mit dem Barwertfaktor von 26,20 zu multiplizieren, woraus sich ein Barwert von € 1.298.289,- errechnet. Für das Grundstück FlSt.Nr. ... ergibt sich ein Bodenwert von € 2.580,-/m<sup>2</sup> zum Stichtag der Hauptversammlung, der auf der Grundlage von Bodenrichtwerten ermittelt wurde.

## 68

Beim Grundstück FlSt.Nr. ... mit 1.650 m<sup>2</sup> war ein Wert von € 1.277.100,- anzusetzen. Bei diesem nur mit einer Tiefgarage bebauten Grundstück FlSt.Nr. ... kann nur ein Wert von 30% des vollen Bodenwerts angesetzt werden, mithin ein Betrag von € 1.277.100,-. Dieses Grundstück ist nämlich nicht an der Straße angesiedelt, weshalb eine Bebauung bereits aus diesem Grund nur unter erschwerten Bedingungen möglich wäre, wie sich beispielsweise an der Anlieferung von Baumaterialien exemplarisch zeigt. Weitere Voraussetzung für eine Bebaubarkeit wäre die kostspielige Bereitstellung von Wegerechten oder von Baulisten über/auf Nachbargrundstücken, worauf der Markt regelmäßig mit einem Abschlag auf den eigentlich dem Standort entsprechenden Bodenwert reagiert. Der gerichtlich bestellte Sachverständige verwies in diesem Zusammenhang auf Untersuchungen des Gutachterausschusses, wonach der Bodenwert von solchem „Hinteren Bauland“ bei Mehrfamilienhausgrundstücken in D... zwischen 30% und 50% des „vollen“ Bodenwertes liege. Daher erachtete Herr Prof. Dr. Ra... einen Ansatz von 30% bzw. einen Abschlag von 70% überzeugend als sachgerecht. Eine Bebauung des Grundstücks könnte nämlich ausweislich seiner Erläuterungen im schriftlichen Gutachten nur auf den Fundamenten der vorhandenen Tiefgarage erfolgen, was deutlich höhere Baukosten nach sich zöge. Dies indes muss zu einem Abschlag auf den Bodenwert führen, um auf ähnliche Gesamtkosten wie bei einem regulär bebaubaren Grundstück zu kommen. Ein möglicher Abriss des Tiefgaragengebäude floss dabei nicht in das Bewertungskalkül ein.

## 69

Die Summe dieser beiden Werte von € 3.839.040,- ist über 47 Jahre mit dem Liegenschaftszinssatz von 2,75% abzuzinsen, woraus sich ein Bodenwert von € 239.467,- ableiten lässt. Aus diesem Wert ist entsprechend den besonderen objektspezifischen Merkmalen des Sondernutzungsrechts „Garten“ wie auch der Vermietung unter den marktüblichen Gegebenheiten ein Ertragswert von € 623.246,- herzuleiten.

## 70

Soweit seitens einiger Antragsteller geltend gemacht wird, ein Abschlag in Höhe von 50% wegen des Geschmacks sei nicht gerechtfertigt, ist dem entgegenzuhalten, dass – ungeachtet individuell unterschiedlicher Vorstellungen von „gefallen“ oder „nicht gefallen“ – die vom Sachverständigen Prof. Dr. Ra... vorgenommene Ermittlung des Verkehrswerts auf solche Immobilien setzte, die mit einem Baujahr nahe dem Baujahr des Bewertungsobjekts lagen. Gerade durch diese Auswahl entsprechender Vergleichsobjekte wurde dem Umstand Rechnung getragen, dass die gegenständliche Immobilie hinsichtlich der Gestaltung von Fassade und Bädern nicht dem Zeitgeist bzw. dem Stand zum Bewertungstichtag entspricht. Die von Herrn Prof. Dr. Ra... angesetzten Bewirtschaftungskosten belaufen sich – im Gegensatz zum Ansatz im Bewertungsgutachten – auf rund 10,4% der Nettokaltmiete.

## 71

Ein deutlich höherer Ertragswert, der gegebenenfalls den über das Vergleichswertverfahren ermittelten Wert als nicht mehr sachgerecht erschienen ließe, kann nicht daraus hergeleitet werden, dass ein höherer Wert als € 12,-/m<sup>2</sup> für die Miete wegen der hochwertigen Ausstattung der Wohnung anzusetzen gewesen wäre. Bei seiner Anhörung wies der Sachverständige darauf hin, dass das Schwimmbecken zum Stichtag nicht betriebsbereit war und erst nach dem Stichtag aufwändig saniert wurde wie er der ihm vorgelegten Instandhaltungsliste entnehmen konnte. Die gesamte Ausstattung des Bewertungsobjekts entsprach zum 22.3.2017 dem Baujahr 1985 und somit nicht mehr dem aktuellen Zeitgeist. Daher war der angesetzte Mietpreis von € 12,-/m<sup>2</sup> als marktüblich entsprechend den tatsächlichen Gegebenheiten zu bezeichnen.

## **72**

Dieser der Plausibilisierung dienende Ertragswert entspricht nahezu dem um lediglich € 2.115,- niedrigeren Vergleichswert, der indes als Grundlage der Wertermittlung angesetzt werden durfte. Demgemäß übt die Kammer ihr Ermessen dahingehend aus, auf den Vergleichswert abzustellen, weil dieser zuverlässig und überzeugend ist, nachdem vorliegend eine hinreichende Zahl von Vergleichspreisen zur Verfügung stand (vgl. BGH NJW 1959, 1915, 1916 = VerwRspr 1960, 291, 295; Kleiber a.a.O., § 8 ImmoWertV Rdn. 37; Boden/Cremer in: Schnitzler, Münchener Anwaltshandbuch Familienrecht, 5 Aufl., § 19 Rdn. 229). Angesichts dieses minimalen Umstands ist eine Korrektur des über das Vergleichswert ermittelten Wertes der Immobilie in D... durch das Ertragswertverfahren nicht geboten.

## **73**

(ff) Nicht angesetzt werden darf dagegen der bilanzielle Buchwert der Immobilie. Dieser Ansatz steht nicht mit dem Bewertungsmodell über den Ansatz des Net Asset Value in Einklang. Der bilanzielle Buchwert bildet nämlich nicht den Marktwert eines Vermögensgegenstandes ab, der im Rahmen diese hier angewandten Methode ermittelt werden muss.

## **74**

(b) Die drei Wohnungen in B... müssen mit einem Betrag von € 1.859.040,- angesetzt werden – also zu einem im Vergleich zum Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht € 96.480,- höheren Wert. Auch hier konnte die Vergleichswertmethode aus § 15 Abs. 1 ImmoWertV zugrunde gelegt werden, wobei der Sachverständige auf sieben vergleichbare Kauffälle zurückgreifen konnte, aus denen sich zunächst ein Mittelwert von € 4.195,-/m<sup>2</sup> ergab. Aus den auch hier gebotenen Anpassungen wegen der im Vergleich zu den im Gutachten als Vergleichswohnungen Nr. 3 und Nr. 4 bezeichneten schlechteren Wohnlagen kam es zu einem Zuschlag von 5%; zu den fünf besser gelegenen Wohnungen nahm der gerichtlich bestellte Sachverständige einen Abschlag von 5% für die hier zu bewertenden Wohnungen in der N...straße 11 an. Da die Vergleichskauffälle aus dem Zeitraum Januar 2015 bis Januar 2016 stammten, nahm der Sachverständige eine Anpassung an die konjunkturelle Marktentwicklung vor, wobei er von einem linearen Verlauf ausging und die jährlichen Prozentsätze von 15,3% im Jahr 2016 und von 12,1% im Jahr 2017 auf Monatswerte umrechnete. Daraus ergab sich ein (arithmetischer) Mittelwert von € 5.164,-/m<sup>2</sup> und somit ein Vergleichswert von € 1.859.040,-, nachdem besondere objektspezifische Merkmale vom Sachverständigen nicht identifiziert werden konnten.

## **75**

Der Sachverständige war nicht gehalten, die sämtlich ebenfalls im B...er Stadtteil F... gelegenen Vergleichskauffälle im Einzelnen offenzulegen. Dies wäre nur dann geboten gewesen, wenn diese Angaben für die Überprüfung des Gutachtens praktisch unerlässlich wären (vgl. BGH NJW 2019, 3142, 3144 f. = NZM 2019, 469, 471 f. = WuM 2019, 324, 327). Davon kann hier nicht ausgegangen werden. Zum einen benannte der Sachverständige die Straßen in F..., in denen sich die Vergleichskauffälle befanden. Die Angabe der Hausnummer war dabei nicht zwingend erforderlich. Zum anderen hat keiner der Beteiligten Einwände gegen die Ermittlung des Vergleichswerts in der konkreten Höhe erhoben. Die Rügen bezogen sich vielmehr im Wesentlichen auf die methodische Frage, inwieweit bei der Adjustierung der Marktpreise auf das erhöhte Vorjahresniveau abzustellen gewesen wäre. Die Auswirkungen dieser Adjustierungen nach der Zinseszinsmethode sind aber im Ergebnis sehr gering – sie führen zu einem lediglich um € 24.120,- höher liegenden Wert von € 1.883.160,-, wobei dies auf der mathematisch richtigen Methode beruht. Die damit verbundene Erhöhung der Abfindung um € 0,24 führt indes nicht dazu, dass die festgesetzte Barabfindung von € 136,- überschritten würde, auch wenn bei anderen Wertermittlungen der für die Antragsteller jeweils günstigste Wert angesetzt wird.

## **76**

(2) Die als Finanzanlagen einzuordnenden Beteiligungen an der e... GmbH wie auch an der m... Corp. sind mit insgesamt maximal € 5.062.687,- anzusetzen, wenn der Kurs des US-Dollar über einen Zeitraum von drei Monaten ermittelt wird.

## **77**

(a) Die 100%-ige Beteiligung der Gesellschaft an der e... GmbH ist mit einem Wert von € 641.724,- zu veranschlagen.

## **78**

Bei der Ermittlung des Werts dieser Beteiligung, die operativ und nicht nur vermögensverwaltend tätig ist, konnte die Ertragswertmethode angewandt werden, nachdem es sich dabei um eine in der Wissenschaft wie auch der Praxis anerkannte Vorgehensweise handelt (vgl. hierzu nur Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., S. 333), die folglich auch der Ermittlung des Unternehmenswertes der Pironet AG zugrunde gelegt werden kann. 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.

## 79

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur BGHZ 208, 265, 272 = NZG 2016, 461, 462 = AG 2016, 359, 360 f. = ZIP 2016, 666, 668 = WM 2016, 711, 713 f. = DB 2016, 883, 885 = MDR 2016, 658 f. = NJW-RR 2016, 610, 611 f.; 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 München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG D... WM 2009, 2220, 2224; AG 2016, 329 = ZIP 2016, 71, 72 = WM 2016, 1685, 1687; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189; AG 2016, 51, 52 = ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 30.5.2018, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 15685/15; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18). Dabei ist es nicht geboten, zur Bestimmung des wahren „Wertes“ stets jede denkbare Methode der Unternehmensbewertung heranzuziehen oder die Kompensationsleistung nach dem Meistbegünstigungsprinzip zu berechnen. Verfassungsrechtlich geboten sind nur die Auswahl einer im vorliegenden Fall geeigneten, aussagekräftigen Methode und die gerichtliche Überprüfbarkeit ihrer Anwendung (vgl. BVerfG NJW 2011, 2497, 2498 = NZG 2011, 869, 870 = AG 2011, 511 f. = ZIP 2011, 1051, 1053 = WM 2011, 1074, 1075 f. = BB 2011, 1518, 1520; NZG 2012, 907, 908 f. = AG 2012, 625, 626 = ZIP 2012, 1408, 1410 = WM 2012, 1374, 1375 = BB 2012, 2780 f.; OLG München AG 2020, 133, 134 = WM 2019, 2104, 2106; Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 136/16; OLG D... AG 2016, 864, 865). Die Ertragswertmethode ist – wie ausgeführt – in Rechtsprechung und Literatur wie auch der bewertungsrechtlichen Praxis weithin anerkannt. Auch bei dem Standard IDW S1 handelt es sich um eine fachliche Bewertungsweise, mit deren Hilfe der Ertragswert bestimmt werden kann. Die Kammer sieht diese Methode, auch wenn sie von einem privaten Verein entwickelt wurde und daher keinen bindenden Rechtsnormcharakter haben kann, als zur Unternehmenswertermittlung geeignet an, weshalb sie hier zugrunde gelegt werden kann.

## 80

Die Möglichkeit, den Unternehmenswert anhand des Ertragswertverfahrens entsprechend den Grundsätzen des IDW S1 sachgerecht zu ermitteln, zeigt sich letztlich auch aus der Wertung der §§ 199 ff. BewG. Aufgrund von § 201 BewG bildet der zukünftig nachhaltig zu erzielende Jahreshertrag die Grundlage für die Bewertung bei steuerlichen Anlässen. Dieses Verfahren ist zwar von Typisierungen geprägt, um die steuerliche Abwicklung zu erleichtern (vgl. Krumm in: Leingärtner, Besteuerung der Landwirte, 39. Erg.Lfg, Stand: September 2020, Kap. 94 Rdn. 25), orientiert sich aber von der Methodik her an den Grundsätzen des Ertragswertverfahrens entsprechend dem Standard IDW S1, wie es sich in der – auch von der höchst- und obergerichtlichen Rechtsprechung gebilligten – Praxis durchgesetzt hat. Der Gesetzgeber geht in §§ 199 ff. BewG sehr wohl davon aus, dass sich der Unternehmenswert auf diese Art und Weise durch Kapitalisierung der künftig zu erzielenden Überschüsse ermitteln lässt, wies dies auch dem Standard IDW S1 zugrunde liegt (vgl. auch OLG München AG 2020, 133, 136 = WM 2019, 2104, 2113 f.). Daher ist den in einem Hinweisbeschluss des Landgerichts Köln, Az. 82 O 2/16 geäußerten Zweifeln an der Tragfähigkeit der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts nach dem Standard IDW S1 nicht zu folgen.

## 81

Auf dieser Basis lässt sich ein höherer Wert der e... GmbH nicht feststellen.

## 82

(aa) Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung der 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.; OLG D... AG 2015, 573, 575 = Der Konzern 2016, 94, 96 = DB 2015, 2200, 2202; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.; ZIP 2015, 2124, 2127; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; Beschluss vom 28.4.2017, Az. 5HK O 16513/11; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18). Diese Grundsätze wurden bei der e... GmbH zutreffend angewandt.

### **83**

Die Entwicklung des Umsatzwachstums in der Detailplanungsphase von € 310.700,- im ersten Planjahr 2016/2017 bis auf € 377.495,- im letzten Planjahr 2018/2019 kann nicht als zu pessimistisch angesehen werden, auch wenn die Gesellschaft im Onlinehandel wachsen will und die Produktpalette auf andere Medien wie vor allem DVDs erweitert werden soll. Herr Ni... erläuterte hierzu im Rahmen seiner Anhörung, im klassischen Buchmarkt gebe es keine hohen Wachstumsraten. Die Erweiterung sei aber gerade nicht auf den digitalen Erwerb des Contents ausgerichtet. Der Handel mit Speichermedien wächst gleichfalls nicht so stark. Es handelt sich bei der e... GmbH um einen Anbieter von Dienstleistungen in einem Nischenmarkt für Spezialisten. Diesem Ansatz steht auch nicht die Größe der MetaSuchmaschine entgegen, weil der Markt für antike Bücher durch die Existenz einer solchen Suchmaschine nicht größer wird, was in gleicher Weise auch für die Provisionen gilt. Diese generieren sich aus den verkauften antiquarischen Büchern, für die es gerade keinen im Wachstum begriffenen Markt gibt. Bei neuen oder vergriffenen Büchern sieht sich die e... GmbH zudem der Konkurrenz durch Amazon ausgesetzt. Weiterhin darf nicht übersehen werden, dass der Markt für physische Bücher insgesamt schrumpft.

### **84**

Nimmt man nun das letzte vollständige Jahr der Vergangenheitsanalyse als Ausgangspunkt für die Ermittlung der Wachstumsrate bis in das Jahr 2018/19, so wächst der Umsatz von € 305.912,- auf € 377.495,- um absolut € 71.583,- oder um etwa 23,4% innerhalb der drei Jahre der Detailplanungsphase. Damit aber liegt das angesetzte Umsatzwachstum deutlich über dem des Zeitraums der Vergangenheitsanalyse – das absolute Wachstum hat sich im Vergleich zu den Jahren 2013/14 bis 2015/16, in denen der Umsatz um € 35.673,- zunahm, in etwa verdoppelt. Diese Zahlen belegen einen deutlichen Anstieg des Wachstums in der Detailplanungsphase auch unter Berücksichtigung der Tatsache, dass in der Vergangenheitsanalyse vom ersten Jahr und nicht vom Ausgangspunkt des vorangegangenen Geschäftsjahrs wie bei Phase I ausgegangen werden konnte. Dennoch zeigt der Vergleich, dass die Wachstumsprognose als plausibel und nicht zu pessimistisch eingestuft werden kann.

### **85**

Auch kann nicht davon ausgegangen werden, die Planansätze würden eine hohe Skalierbarkeit vernachlässigen. Insoweit muss ungeachtet der Skalierbarkeit digitaler Geschäftsmodelle in Übereinstimmung mit der von Herrn Ni... im Termin vom 5.7.2018 vermittelten Erkenntnisse davon ausgegangen werden, dass die Provisionserlöse über die Suchmaschine generiert werden und folglich die Skalierbarkeit keine maßgebliche Rolle spielen kann.

### **86**

Kein Korrekturbedarf besteht bei den Annahmen zur Ausschüttung und zur Thesaurierung, wo in den beiden ersten Planjahren eine Thesaurierung in Höhe von 100% und 32,75% und in den Jahren danach

ebenso wie im Terminal Value eine Vollausschüttung angesetzt wurde. Die Thesaurierung in den ersten beiden Jahren war wegen der auf den Verlustvorträgen beruhenden Ausschüttungssperre geboten. Erst nach dem Aufbrauchen der Verlustvorträge konnte eine Ausschüttung modelliert werden. Da die Gesellschaft nach der Aussage von Herrn Ni... keine nennenswerten Investitionen plante, konnten die Jahresüberschüsse in vollem Umfang ausgeschüttet werden. Die sich aufbauenden liquiden Mittel werden mit dem Kapitalisierungszinssatz verzinst, wodurch ein gewisses Wachstum unterstellt wurde.

## 87

Der Abzug eines Betrages von € 850,- im Terminal Value zur Finanzierung des nachhaltigen Ergebnisses erfolgte sachgerecht. Die im nachhaltigen Ergebnis angesetzte Thesaurierung in dieser Höhe berücksichtigt, dass das mit dem langfristig erwarteten Wachstum der G+V-Rechnung bzw. der Überschüsse einhergehende Wachstum der Bilanz entsprechend finanziert werden muss. Demgemäß bedingt das nachhaltige Wachstum der finanziellen Überschüsse auch ein entsprechendes Wachstum der Bilanz, was entweder über Eigenkapital erfolgen kann oder aber durch Fremdkapital aufgebracht werden muss. Für die Finanzierung über das Eigenkapital müssen zu dessen Stärkung Erträge thesauriert werden. Die Alternative der Finanzierung über Fremdkapital würde zwangsläufig das Zinsergebnis (negativ) beeinflussen. Ein Wachstum ohne den Einsatz zusätzlicher Mittel ist folglich nicht möglich; nachhaltiges Gewinnwachstum kommt ohne Finanzierung nicht in Betracht (so ausdrücklich: OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06 – zit. nach juris; OLG München AG 2020, 440, 442 = WM 2020, 1028, 1032; OLG Frankfurt AG 2020, 954, 956; LG München I, Beschluss vom 6.3.2015, Az. 5HK O 662/13; Beschluss vom 16.4.2019, 5HK O 14963/17; auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 326 f.). Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei einer sich im eingeschwungenen Zustand befindlichen Gesellschaft die Kapitalstruktur in der Ewigen Rente konstant bleiben soll. Auch dies spricht für die Notwendigkeit des Ansatzes eines entsprechenden thesaurierungsbedingten Wachstums. Diese bilanzielle Thesaurierung führt somit dazu, dass die mit der Rate von 0,75% wachsenden Aktiva und Passiva durch das ebenfalls mit dieser Rate wachsende Eigenkapital finanziert werden.

## 88

Demgemäß stellen sich die Überschüsse der e... GmbH wie folgt dar:

	2016/2017	2017/2018	2018/2019	Übergangsjahr	Ewige Rente
Umsatzerlöse	310.700	341.770	377.495	380.326	383.179
Materialaufwand	- 150.960	- 158.556	- 166.625	- 167.875	- 169.134
Sonstiger betrieblicher	- 109.260	- 151.486	- 166.950	- 162.202	- 163.419
Aufwand					
EBITDA	50.480	31.728	43.920	50.249	50.626
EBITDA-Marge	16,2%	9,3%	11,6%	13,2%	13,2%
Abschreibungen	- 12.505	- 12.505	- 12.505	- 12.505	[0]
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	37.976	19.224	31.416	37.745	50.626
EBIT-Marge	12,2%	5,6%	8,3%	9,9%	13,2%
Finanzergebnis	21	2.628	3.538	4.044	4.315
Ergebnis vor Steuern	37.996	21.851	34.953	41.789	54.951
Steuern vom Einkommen und vom Ertrag	- 10.003	- 5.752	- 9.201	- 11.001	- 14.463
Jahresüberschuss	27.994	16.099	25.752	30.788	40.478
Umsatzrendite	9,0%	4,7%	6,8%	8,1%	10,6%
Wachstumsbedingte Thesaurierung	0	0	0	0	- 850
Thesaurierung	- 27.994	- 5.272	0	0	0
Ausschüttung	0	10.826	25.752	30.788	39.628

## 89

(bb) Der Wert der so ermittelten Überschüsse muss nach der Ertragswertmethode auf den Stichtag der Hauptversammlung abgezinst werden. Der hierfür heranzuziehende Kapitalisierungszinssatz soll die Beziehung zwischen dem bewerteten Unternehmen und den anderen Kapitalanlagentmöglichkeiten herstellen. Dabei muss der angesichts der Besonderheiten der hier gewählten Net Asset Value-Methode

allerdings ein Vor-Steueransatz ohne Berücksichtigung persönlicher Ertragsteuern gewählt werden. Bei dieser Methode fallen auf Anteilseignerseite gerade keine persönlichen Ertragssteuern an, weshalb auch bei den einzelnen Beteiligungen ein Ansatz ohne die Berücksichtigung persönlicher Ertragssteuern als sachgerecht bezeichnet werden muss.

## 90

Der Kapitalisierungszinssatz musste infolge einer Veränderung beim Basiszinssatz im Vergleich zum Bewertungsgutachten und zum Prüfungsbericht insoweit angepasst werden, als der Basiszinssatz vor Steuern in einem Zeitraum von drei Monaten vor dem Stichtag der Hauptversammlung auf einen Wert zwischen 1,21 und 1,23% vor Steuern angestiegen ist. Dieser Wert ist auf 1,25% aufzurunden.

## 91

Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagentmöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wider. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten 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; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I AG 2016, 95, 98; 2020, 222, 225; Beschluss vom 30.12.2016, Az. 5HK O 414/15; Beschluss vom 8.2.2017, Az. 5HK O 7347/15; 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 Bewertungstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist. Gerade die Anwendung der Svensson-Methode zeigt aber, dass hier eben nicht auf Daten der Vergangenheit abgestellt wird, sondern künftige Entwicklungen der Ermittlung des Basiszinssatzes zugrunde gelegt werden (vgl. OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15). Aus demselben Grund kann auch nicht auf die Laufzeit der von der Gesellschaft abgeschlossenen Kreditverträge abgestellt werden.

## 92

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.

## 93

Auf dieser Grundlage ergibt sich dann ein Basiszinssatz in Höhe zwischen 1,21% und 1,23% vor Steuern, der dann auf 1,25% vor Steuern aufgerundet wird. Einer Rundung stehen keine grundlegenden Bedenken entgegen. Die Verpflichtung zur Zahlung einer angemessenen Barabfindung, die dem vollen Wert der Beteiligung entspricht, liegt ein einfachwie 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 1,25% vor Steuern ist daher von § 287 Abs. 2 ZPO gedeckt (vgl. OLG München, Beschluss vom 30.7.2018, Az. 31 Wx 79/17; OLG Karlsruhe AG 2015, 549, 551 = Der Konzern 2015, 442, 448; OLG Frankfurt Der Konzern 2011, 47, 50 f.; LG München I, Beschluss vom 21.8.2015, Az. 5HK O 1913/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16585/15).

## 94

Der Risikozuschlag konnte in den Jahren der Detailplanungsphase mit 6,75% im Geschäftsjahr 2016/2017, 6,33% im Geschäftsjahr 2017/18, 6,2% im Geschäftsjahr 2018/2019, 6,13% im Übergangsjahr sowie auf 6,02% im Terminal Value angesetzt werden.

## 95

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az. 20 W 7/11; AG 2013, 724, 729; AG 2014, 208, 211; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; AG 2017, 790, 793 = Der Konzern 2018, 74, 78; ebenso Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 325).

## 96

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 Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG D... WM 2009, 2220, 2226; AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1685, 1690; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; OLG Frankfurt AG 2016, 551, 554; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., § 305 Rdn. 144; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

## 97

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 zentralen Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden (so auch OLG München ZIP 2009, 2339, 2342 = WM 2009, 1848, 1851).

## 98

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

## 99

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. Dabei konnte die Marktrisikoprämie entsprechend den Empfehlungen des FAUB des IDW mit 6,75% vor Steuern angesetzt werden, was innerhalb der Bandbreite liegt, die zum damaligen Zeitpunkt zwischen 5,5% und 7% vom persönlichen Steuern liegt. Dieser über dem Mittelwert liegende Ansatz wirkt sich indes bei einer Gesamtbewertung zugunsten der Minderheitsaktionäre aus, weil diese Marktrisikoprämie auch beim deutlich höheren Barwert der Verwaltungskosten heranzuziehen ist.

## 100

Der Beta-Faktor war unverschuldet mit 1,0 anzusetzen, wobei dessen Höhe mit Hilfe einer Peer Group ermittelt werden musste, nachdem die e... GmbH bereits aufgrund ihrer Rechtsform keinen originären Beta-Faktor haben kann. Dabei war die Peer Group sachgerecht zusammengesetzt. Die in sie aufgenommenen Vergleichsunternehmen spiegeln die Eigenschaft der e... GmbH als Meta-Suchmaschine ebenso wider wie den Handel mit gebrauchten Gegenständen über das Internet. Namentlich A... Inc. als Muttergesellschaft von G... sowie B... Inc. lassen sich daher zumindest teilweise mit der e... GmbH vergleichen. Die Vertriebstätigkeit über das Internet wird in erster Linie durch den Vergleich mit Bo... Corp. und E... Inc. abgebildet. Allein die Größe dieser Unternehmen kann kein Ausschusskriterium sein, solange vor allem das Geschäftsmodell und die spezifischen Produktsegmente vergleichbar sind, was bei diesen beiden Gesellschaften zu bejahen ist. Dabei ist der Kammer aus einem anderen Spruchverfahren bekannt, dass es Untersuchungen aus jüngster Zeit gibt, die bezüglich des Einflusses der Größe eines Unternehmens auf die Rendite bzw. das Risiko zu keinen eindeutigen Ergebnissen führten. Zwei jüngere Studien kommen dabei zu dem Schluss, es gebe über zum Teil auch sehr lange Untersuchungszeiträume von bis zu 91 Jahren weltweit kaum Anzeichen für eine Größenprämie in Aktienmärkten und Risikozuschläge für kleinere Unternehmen. Dieser Umstand, dass die Größe allein kein ausschlaggebender Faktor sein wird, steht in Einklang mit den Erfahrungen der Kammer aus anderen Spruchverfahren, wonach im Vergleich zum Bewertungsobjekt deutlich größere Unternehmen innerhalb der Peer Group zum Teil im Vergleich zum Durchschnitt und zum Median deutlich höhere, aber ebenso auch deutlich niedrigere Beta-Faktoren aufwiesen. Dieser Befund wird letztlich auch vorliegend durch die Beta-Faktoren der – im Vergleich zur e... GmbH – sehr viel größeren Unternehmen Ob... Corp. und E... Inc., deren Beta-Faktoren sich deutlich unterscheiden. Dasselbe gilt für A... Inc. und Ba... Inc., die ebenfalls sich sehr stark unterscheidende BetaFaktoren von 0,89 bzw. 1,91 für einen fünfjährigen Beobachtungszeitraum mit monatlichen Renditeintervallen aufweisen. In ihrem Prüfungsbericht ermittelten die Abfindungsprüfer die Beta-Faktoren gegen den liquidesten lokalen Index und gelangten zu einem Mittelwert von 1,06 und einem Median 1,09 bei einem fünf Jahre umfassenden Referenzzeitraum und monatlichen Renditeintervallen sowie zu einem Mittelwert von 0,92 und einem Median von 1,08 bei einem zweijährigen Beobachtungszeitraum und wöchentlichen Renditeintervallen. Bei dieser Ausgangslage ist der Beta-Faktor von 1,0 als sachgerecht zu bezeichnen.

## 101

Der unverschuldete Beta-Faktor von 1,0 musste wegen der Notwendigkeit der Berücksichtigung auch des Finanzstrukturrisikos mit Hilfe des Relevanz der Verschuldungsstruktur der e... GmbH angepasst werden. Dabei wurden vom Wert der verzinslichen Verbindlichkeiten die liquiden Mittel abgezogen, woraus sich ein negativer Verschuldungsgrad ab dem zweiten Planjahr ergibt, weshalb der unverschuldete Beta-Faktor über dem Verschuldeten liegen kann.

## 102

Der so mit Hilfe des (Tax-)CAPM ermittelte Risikozuschlag steht auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken, wobei diese operativ leicht über dem Durchschnitt liegend, unter Berücksichtigung der Verschuldungssituation insgesamt aber als leicht unterdurchschnittlich eingestuft werden müssen. Der Kammer ist aus anderen Spruchverfahren bekannt, dass der Durchschnitt des operativen Risikos über einen Beta-Faktor von etwa 0,8 abgebildet wird, was zu der Annahme des leicht überdurchschnittlichen operativen Risiko führt. Dabei kann davon ausgegangen werden, dass das operative Risiko der e... GmbH im Wesentlichen leicht über dem Risiko des gesamten Marktes liegt. Dies ergibt sich vor allem aus der Erwägung heraus, dass der traditionelle Markt für physische Bücher, in dem die e... GmbH tätig ist, eine tendenziell rückläufige Entwicklung zeigt und gerade kleine Antiquariate zum Teil über einen eigenen Internethandel oder eine eigene Amazon-Partnerschaft verfügen. Bei neuen und vergriffenen Büchern steht die Gesellschaft im Wettbewerb zu Amazon mit seiner großen Marktmacht. Steigerungsmöglichkeiten im Online-Markt setzen eine Akzeptanz dieses Geschäftsmodells bei den Kunden voraus, was mit deutlichen Unsicherheiten verbunden ist, inwieweit sich die e... GmbH hier etablieren kann. Weiterhin dürfen im operativen Bereich das Risiko einer Reduzierung von Provisionssätzen durch die Patenplattformen sowie der Rückgang der Besucherzahl der Internetplattform der e... GmbH, die beispielsweise auf geänderten Suchalgorithmen, Inhaltsbewertungen oder Sicherheitsmaßnamen bei den dominierenden Suchmaschinenbetreiber G... Inc. ergeben kann, nicht übersehen werden. Ebenso zu beachten ist das fortgesetzte Wachstum des Marktes für elektronische Bücher, deren Nutzer in der Regel nicht auf einen Vergleichsdienst angewiesen sind, wie ihn die e... GmbH anbietet. Andererseits dürfen aber auch nicht die Chancen vernachlässigt werden, auf die der Prüfungsbericht in gleicher Weise hinweist. Die

Gesellschaft plant vermehrt Investitionen in verwandte Bereiche wie Musik, Videos/Filme und weitere Sammlermärkte im Medienbereich, was zu einer gewissen Risikoreduzierung führt, auch wenn die Gefahren dadurch nicht vollständig ausgeglichen werden. Infolge der günstigen Finanzierungssituation sinkt aber das Gesamtrisiko auf leicht unter dem Marktdurchschnitt liegende Werte.

#### 103

Der mit 0,75% in der Ewigen Rente angesetzte Wachstumsabschlag muss nicht erhöht werden.

#### 104

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 D... WM 2009, 2220, 2227; OLG Karlsruhe Der Konzern 2015, 442, 450 f.; 2016, 35, 41; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Beschluss vom 27.11.2019, Az. 5HK O 6321/14; Beschluss vom 25.11.2020, Az. 5HK O 12435/05). 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 allgemeinen Inflationsrate abgestellt werden; entscheidend ist vielmehr das Wachstum der Ergebnisse. Die erwartete durchschnittliche Inflationsrate kann dabei nur einen ersten Ansatzpunkt für die Höhe des Wachstumsabschlages bilden, weshalb die brachen- und unternehmensspezifische Preissteigerung nicht mit der allgemeinen Inflationsrate gleichgesetzt werden darf (so auch ausdrücklich OLG München AG 2018, 753, 756 f. = Der Konzern 2019, 277, 282 f.; OLG D... AG 2016, 329, 331 = WM 2016, 1686, 1691; Der Konzern 2019, 410, 419; von Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., § 305 Rdn. 168). 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. Angesichts dieser Bedeutung des Wachstumsabschlages ist dieser auch ausschließlich in der Ewigen Rente festzusetzen; Preissteigerungen in der Detailplanungsphase sind bereits über die Planzahlen abgebildet, die dann auch zu einem entsprechenden Umsatzwachstum führen.

#### 105

Unter Berücksichtigung dieser Ausgangslage lässt sich ein höherer Wachstumsabschlag nicht rechtfertigen. Dies ergibt sich insbesondere nicht aus der Tätigkeit in einem dynamischen Markt, weil das Geschäftsmodell der e... GmbH gerade nicht auf den digitalen Erwerb von Content ausgerichtet ist, wo deutlich höhere Wachstumsraten erzielt werden können. Ein höherer Wachstumsabschlag kann auch nicht mit dem Fehlen thesaurierungsbedingten Wachstums als Folge der Vollausschüttung im Terminal Value begründet werden. Mit Blick auf die Tatsache, dass keine nennenswerten Investitionen geplant werden und dies dann letztlich auch im eingeschwungenen Zustand der Ewigen Rente fortgeführt wird, genügt die wachstumsbedingte Thesaurierung in Höhe von € 850,-, um negative Cash flows und ein Schrumpfen des Unternehmens zu verhindern.

#### 106

Somit ergibt sich ein Ertragswert zum bewertungstechnischen Stichtag in Höhe von € 506.679,-, zu dem dann als Sonderwert die nicht betriebsnotwendige Liquidität von € 112.072,- zu addieren ist. Aufgezinst zum Stichtag der HV am 22.3.2017 muss dann ein Unternehmenswert der E... GmbH von € 641.724,- in den Net Asset Value einfließen.

#### 107

(b) In Bezug auf die m... Corp. muss von einem Wert von höchstens € 4.420.963,- bei einem Dreimonats-Durchschnittskurs von 1,06263 ausgegangen werden; würde man den Stichtagskurs zum Tag der Hauptversammlung von 1,07828 zugrunde legen, käme es zu einer Bewertung der m... Corp. von nur mehr

€ 4.356.797,-. Die Kammer muss bei der Umrechnung des USDollarkurses in Euro nicht abschließend entscheiden, inwieweit der Kurs im Verhältnis Euro zu US-Dollar zum Stichtag der Hauptversammlung angesetzt werden muss oder ob – ähnlich wie beim Börsenkurs oder beim Basiszinssatz – ein Durchschnittskurs aus einem Zeitraum von drei Monaten vor dem jeweils maßgeblichen Stichtag vorzugswürdig ist. Der Ansatz des Durchschnittskurses führt vorliegend zu einem etwas höheren Wert, der aber unter Berücksichtigung der anderen Anpassungen immer noch unterhalb der festgesetzten Barabfindung von € 136,- je Aktie bleibt. Der maximale Wert läge nämlich bei einem Unternehmenswert von € 13.355.016,-, wobei dieser Ansatz nach unten eingetretene Kursveränderungen zum Stichtag bei den Wertpapieren der m... AG, wie sie unter B. II. 1. a. (4) dargestellt werden, unberücksichtigt ließe.

## 108

(aa) Dabei konnten die drei Immobilien in T... mit einem Wert von US-Dollar 1.058.753,- angesetzt werden. Die Bewertungsgutachter von A... sowie die Abfindungsprüfer von P... legten dabei sachgerecht die Kaufpreise vergleichbarer Grundstücke zugrunde, um auf diese Art und Weise den Marktwert zu ermitteln. Die ihnen vorgelegten Unterlagen enthielten entsprechend der Auskunft von Herrn Ni... Angebotspreise für Einfamilienhäuser aus der Anlage in T... Der Ansatz der Angebotspreise stellt sich jedenfalls nicht als zum Nachteil der Antragsteller führend dar. Auch wenn diese entsprechend den Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen Prof. Dr. Ra... beim Vorliegen von Vergleichszahlen, die auf dem Abschluss von Kaufverträgen beruhen, nicht herangezogen werden können, muss vorliegend die besondere Situation von in den Vereinigten Staaten von Amerika gelegenen Grundstücken berücksichtigt werden. Insoweit erscheint fraglich, inwieweit es eine vergleichbare Registrierung gibt. Zum anderen lag den Bewertungsgutachtern die steuerliche Bewertung des USBundesstaates T... vor, aus der sich ein Wert der drei Immobilien von insgesamt € 937.822,- entsprechend dem von den Bewertungsgutachtern angesetzten Umrechnungskurs ergab. Da der Vergleichswert anhand aktueller Zahlen von Angeboten aus dem Jahr 2016 ermittelt wurde, war die Kammer nicht gehalten, ein Sachverständigengutachten über den Wert der Immobilie einzuhören, weil dies in den USA mit einem deutlich höheren Aufwand verbunden gewesen wäre, der nicht im Verhältnis zum Erkenntnisgewinn steht, nachdem der Vergleichswert anhand von Immobilien aus derselben Anlage hergeleitet wurde und auch eine nicht völlig unerhebliche Wertsteigerung von knapp US-Dollar 75.000,- angenommen wurde.

## 109

Die sich damals noch im Bau befindliche Wohnung in N... Y... konnte mit der geleisteten Anzahlung in Höhe von USDollar 1.066.640,- in die Bewertung einfließen. Zum Stichtag der Hauptversammlung war die Wohnung noch nicht fertiggestellt, weshalb eine Anwartschaft zu bewerten war. Demgemäß untersuchten die Abfindungsprüfer nach der Aussage von Herrn Ni... im Rahmen seiner Anhörung, wie sich das Objekt zwischen Vertragsunterzeichnung und Stichtag weiterentwickelt hat. Mit ihm wurde gehandelt. Allerdings konnten die Abfindungsprüfer für die Wohnung keine Wertsteigerung feststellen. In diesem Gebäude wurden dabei zum Teil niedrigere Preise verlangt. Soweit höhere Preise gefordert wurden, geschah dies vor allem in höheren Stockwerken, was in N... Y... als wertbildender Faktor anzusehen sein wird, oder bei Wohnungen mit Balkon. Das benachbarte Appartement ... war im Preis nach der Auskunft von Herrn Ni... sogar leicht gesunken. Dieser unmittelbare Vergleich muss in Übereinstimmung mit den Erkenntnissen der Abfindungsprüfer als belastbarer angesehen werden als die allgemeine Entwicklung des Immobilienmarktes in N... Y... Soweit es um Forderungen der m... Corp. gegenüber der m... AG geht, die bei den Forderungen gegenüber verbundenen Unternehmen und beitragsgleich bei der m... AG ausgewiesen sind, konnte ein doppelter Abzug dieser Verwaltungskosten bei beiden Gesellschaften ausgeschlossen werden, nachdem sie bei der m... AG nicht im operativen Ergebnis ausgewiesen waren. Folglich kann es sich dort nicht um betriebliche Aufwendungen handeln. In Bezug auf die weiteren Aktiva wurden Rügen nicht erhoben, weshalb sie bei der Ermittlung des Net Asset Value zugrunde gelegt werden können.

## 110

(bb) Korrekturbedarf besteht dagegen bei den Verwaltungskosten der m... Corp., die auf US-Dollar 250.000,- und nach Umrechnung auf € 231.850,72 bei Ansatz des Stichtagskurses bzw. auf € 234.265,33 bei Heranziehen des Durchschnittskurses festzusetzen sind. Der Barwert der Verwaltungskosten muss bei Anwendung des Net Asset-Verfahrens abgezogen werden. Da für die Verwaltung des Unternehmens Kosten ebenso anfallen wie Verbindlichkeiten bestehen, die nicht im Verkehrswert des Wertpapier- und Immobilienportfolios abgebildet sind, muss der jeweilige Barwert dieser Positionen ermittelt werden, der

dann wertmindernd durch Abzug vom Verkehrswert in die Ermittlung des Unternehmenswerts der m... AG eingehen.

**111**

Bei den Verwaltungskosten sind alle nicht auf einen Mieter umlegbaren Kosten zu berücksichtigen, die für die m... Corp. gerade kein durchlaufender Posten sind. Demgemäß müssen die Rechts- und Beratungskosten, die Kosten der Mietverwaltung, Nebenkosten des Geldverkehrs sowie sonstige Kosten hier einfließen.

**112**

Bei den Beratungskosten ist aufgrund des Gutachtens des gerichtlich bestellten Sachverständigen eine Herabsetzung auf einen Betrag von US-Dollar 4.500,- p.a. vorzunehmen. Diese Position setzt sich zusammen aus den Kosten der laufenden Steuerberatung sowie Abschlusskosten in Höhe von rund US-Dollar 3.000,- p.a. sowie Kosten für sonstige Rechtsberatung und externe Beratung in einem Umfang von jährlich US-Dollar 1.500,-, die auch Kosten der fallweisen Rechtsberatung bzw. anlässlich eines Immobilienerwerbs umfassen können.

**113**

Darüber hinausgehende weitere Rechts- und Beratungskosten in Höhe von US-Dollar 120.000,- p.a. bis zur Beendigung der Beratungstätigkeit im März 2017 konnten schon wegen des in diesem Monat gelegenen Stichtags keinesfalls als Verwaltungskosten einfließen, ohne dass es darauf ankäme, inwieweit die Beratertätigkeit in § 1 des Beratervertrages mit dem Antragsgegner als Aufsichtsratsvorsitzenden hinreichend deutlich und konkret beschrieben ist.

**114**

Mietverwaltungskosten von US-Dollar 10.000,- müssen dagegen als noch plausibel angesehen werden. Sie sind nämlich mit den in der Vergangenheit angefallenen rückläufigen Kosten in Einklang zu bringen, nachdem hierfür im letzten Jahr der Vergangenheitsanalyse US-Dollar 10.026,- angefallen waren. Der gerichtlich bestellte Sachverständige Prof. Dr. Ra... wies auf die offenbar mit einem Dritten getroffene Vereinbarung hin, weshalb kein Grund zu der Annahme bestehe, sie seien überhöht angesetzt.

**115**

Bei den mit US-Dollar 500,- angenommenen Nebenkosten des Geldverkehrs sind Anpassungen nicht veranlasst, nachdem sich diese in den Jahren der Vergangenheitsanalyse zwischen US-Dollar 300,- und US-Dollar 500,- bewegten.

**116**

Demzufolge betragen die angemessenen Verwaltungskosten jährlich US-Dollar 15.000,-, die dann in Euro umgerechnet und über die anzunehmende dauerhafte Laufzeit des Unternehmens kapitalisiert werden müssen. Der Barwert der Verwaltungskosten wird dabei wiederum über den Kapitalisierungszinssatz ermittelt, der in gleicher Höhe wie bei der e... GmbH angenommen werden muss. Beim Kapitalisierungszinssatz durfte auch auf den in Deutschland maßgeblichen Basiszinssatz abgestellt werden. Wesentlich hierfür ist die Natur des Kapitalisierungszinssatzes und des Basiszinssatzes, der eine Alternativanlage bestimmen soll, die einer Investition in das betrachtete Unternehmen in Bezug auf Anlage, Risiko und Besteuerung gleichwertig ist. Wenn die Kapitalflüsse, zu denen auch ein Abfluss bei den Verwaltungskosten zählt, in eine Währung umgerechnet werden muss, so ist es sachgerecht, den Basiszinssatz nach den Kapitalmarktverhältnissen des Unternehmens zu bestimmen, auf deren Grundlage ein Vergleich und eine Bewertung durchgeführt wird (vgl. Reuter AG 2007, 881, 885 f.).

**117**

Die in der G+V-Rechnung im Bewertungsgutachten in der Summen- und Saldenliste ausgewiesenen Zahlen beziehen sich – entgegen der Überschrift – auf den Ausweis in US-Dollar. Herr Prof. Dr. Ra... konnte dies durch einen Abgleich mit der USamerikanischen Steuererklärung feststellen, weshalb insoweit die Ermittlung des Net Asset Value auf einer zutreffenden Tatsachengrundlage erfolgte.

**118**

(3) Soweit es um die Beteiligungen der m... AG an anderen Gesellschaften geht, können die Annahmen aus dem Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht nicht unverändert übernommen werden, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung der Kammer ergeben hat.

**119**

(a) Dies gilt zunächst für die Beteiligung an der O... Inc. mit Sitz in Oa..., USA, deren Geschäftsgegenstand in der Entwicklung und den zukünftigen Betrieb einer Datenbank für DNA-Sequenzen zur Bestimmung von Krankheiten liegt. Der anzusetzende Wert für diese Beteiligung beläuft sich je nach Umrechnungskurs auf € 592.215,- bzw. € 583.619,- bei dem stichtagsbezogenen Umrechnungskurs.

**120**

Die m... AG hatte bei diesem Start up-Unternehmen im Rahmen einer ersten Finanzierungsrunde 892.457 Anteile an dieser Gesellschaft in Form von „Series A Shares“ erhalten, die für US-Dollar 0,2891 pro Anteil ausgegeben worden waren und im Jahresabschluss der m... AG – umgerechnet mit dem damaligen Währungskurs – mit den Anschaffungskosten in Höhe von € 187.970,- ausgewiesen waren. An anderen Finanzierungsrunden, insbesondere der zweiten Finanzierungsrunde nahm die Gesellschaft nicht mehr teil. Die zweite Finanzierungsrunde war zum Stichtag der Hauptversammlung bereits abgeschlossen; in ihrem Verlauf konnte ein Kapital von rund US-Dollar 23 Mio. eingesammelt werden. Nach ihrem Abschluss waren insgesamt 71.283.977 Aktien angegeben, woraus sich ein Post-Money-Wert, also dem Wert der vor dieser Finanzierungsrunde ausgegebenen Aktien zuzüglich des in der Finanzierungsrunde eingesammelten Kapitals – von US-Dollar 50,3 Mio. oder ein Post-Money-Wert von rund US-Dollar 0,7051 pro Anteil errechnet. Bei 892.457 „Series A Shares“ ergibt sich deren Wert von US-Dollar 629.305,-, der entsprechend dem Umrechnungskurs von 1,07828 zum Stichtag der Hauptversammlung mit € 583.619,- oder von € 592.215,- mit dem für die Aktionäre günstigeren Dreimonats-Durchschnittskurs von 1,06263 in die Unternehmensbewertung einfließen muss.

**121**

Dieser Ansatz ist gegenüber dem von den Bewertungsgutachtern gewählten Ansatz über eine Multiplikation des Pre-Money-Werts mit dem Faktor 1,487 als der Beteiligungsquote nach der zweiten Finanzierungsrunde vorzugswürdig. Diese beiden Größen stehen nämlich in keinem sachlogischen Bezug zueinander. Dabei ist insbesondere die im Bewertungsgutachten genannte Beteiligungsquote von 1,487% nicht nachvollziehbar, weil sich auf Basis der von der m... AG gehaltenen 892.457 Aktien und einer Gesamtzahl an ausgegebenen Aktien Free-Money in Höhe von 37.555.117 bzw. Post-Money von 71.283.977 die Beteiligungsquote Free-Money 2,376% und Post-Money nur mehr 1,252% beträgt. Wesentlich muss vielmehr die Analyse des Zuflusses von rund US-Dollar 23 Mio. sein. So dass sich nach dem Ende der zweiten Finanzierungsrunde eine Post-Money-Wert von etwa US-Dollar 50,3 Mio. ergibt, nachdem der Pre-Money-Wert bei US-Dollar 27,3 Mio. lag.

**122**

Eine signifikante Wertsteigerung nach dem Ende der zweiten Finanzierungsrunde kann nicht angenommen werden. Dies zeigt sich namentlich darin, dass das Angebot der m... AG zur Veräußerung etwa der Hälfte ihrer Anteile zu einem Preis von US-Dollar 0,5843 je Anteil weder von übrigen Anteilseignern noch vom Vorstand der O... Inc. angenommen wurde. Hierfür spricht letztlich auch der Umstand, dass die Gesellschaft auch nach ihrer Umfirmierung in „F... G... Inc.“ im Jahr 2017 einen Verlust in Höhe von US-Dollar 10,242 Mio. verzeichnete, der sogar um knapp US-Dollar 2 Mio. über dem des Geschäftsjahres 2016 lag. Auch in 2018 sowie im ersten Halbjahr 2019 erwirtschaftete dieses Unternehmen Verluste in Höhe von US-Dollar 6,238 Mio. bzw. US-Dollar 2,537 Mio.

**123**

(b) Die Anteile von 4,5% an der S... B... Ltd. müssen mit einem Wert von € 196.087,- in die Unternehmensbewertung einfließen. Die S... B... Ltd. hält Minderheitsbeteiligungen an Start up-Unternehmen mit Sitz in England, Wales, den USA, Finnland, Deutschland und den Niederlanden; lediglich im Geschäftsjahr 2014 erwirtschaftete die S... B... Ltd. einen Jahresüberschuss in Höhe von € 194.178,-, während sie in den Jahren 2013, 2015 und 2016 Verluste von € 30.194,-, € 154.314,- sowie € 896.000,- erwirtschaftete, wobei sich daraus nach 2014 eine signifikant verschlechternde Ertragslage ableiten lässt. Das Fehlen einer positiven Entwicklung konnte der Sachverständige aus den Jahresabschlüssen bis einschließlich 2018 herleiten, die ihm vorlagen.

**124**

Eine tiefergreifende Analyse zu den einzelnen der insgesamt 32 Start up-Unternehmen konnte Herr Prof. Dr. Ra... allerdings nicht vornehmen, weil die m... AG nicht über die entsprechenden Unterlagen zur Plausibilisierung der Wertansätze im Einzelnen verfügte. Ihm stand jedoch der Portfolio-Bericht des

Vorstands zur Verfügung, aus dem er dann aus dem Wert der „Post valuation“ und der Bewertung der „Convertible Notes“ den Gesamtwert des Portfolios in Höhe von € 68,268 Mio. errechnete. Daraus leitete er dann sachgerecht den anteiligen Wert der S... B... Ltd. angesichts der jeweiligen Beteiligungsquoten mit € 4,357 Mio. ab, woraus sich dann bei einer Quote von 4,5% der anteilige Wert der Beteiligung der m... AG auf € 196.087,- errechnete. Im Vergleich zum bilanziellen Eigenkapital ist dieser Wert mehr als 10 mal so hoch.

## 125

Soweit in dem Portfolio-Bericht für die akquirierte Gesellschaft „Sp...“ ein Wertansatz von „0“ herangezogen wurde, ist ein Korrekturbedarf nicht auszuschließen, wobei sich dieser allerdings auf lediglich € 7.000,- belaufen würde und folglich nicht zur Unangemessenheit der Barabfindung führen könnte.

## 126

Aus der Tatsache, dass bei dem eingestellten Unternehmen „Flux“ eine Fortschreibung von € 1 Mio. angenommen wurde, kann nicht zwingend auf die Notwendigkeit des Ansatzes höherer Werte bei den anderen 13 eingestellten Unternehmen gezogen werden. Herr Prof. Dr. Ra... bezeichnete diese Annahme mit Blick auf die Datenlage im Übrigen als nicht wirklich realistisch. Dabei muss insbesondere auch sein Hinweis auf die nur etwas mehr als ein Jahr nach dem Stichtag im Mai 2018 erfolgte Veräußerung der Beteiligung der m... AG in die Überlegungen einbezogen werden. Auch wenn diese Veräußerung nach dem Stichtag erfolgte, lassen sich daraus durchaus gewisse Schlussfolgerungen ziehen. Nachdem diese Veräußerung zu einem Betrag von € 15.000,-, mithin also nur mehr von 1/5 der ursprünglichen Anschaffungskosten von € 75.000,- in offenen Verhandlungen mit mehreren BieterInnen an einen anderen Gesellschafter der S... B... Ltd. erfolgte, muss davon ausgegangen werden, dass sich die ab dem Jahr 2015 abzeichnende Entwicklung mit deutlichen Verlusten fortgesetzt hat und der Wertansatz zum 22.3.2017 nicht erhöht werden muss.

## 127

(c) Für die Anteile an der MA... Ltd., die sich zum Stichtag der Hauptversammlung auf 30% belaufen, war ein Wert von € 338.782,- bei einem dreimonatigen Durchschnittskurs sowie von € 333.865,- bei dem Ansatz des Stichtagskurses auf der Basis der Anschaffungskosten in Höhe von US-Dollar € 360.000,- in der Bewertung der m... AG zu berücksichtigen. Der Unternehmensgegenstand dieser Gesellschaft liegt in der Entwicklung eines Verfahrens, das darauf gerichtet ist, eine besonders bei Kühen auftretende Krankheit Mastitis besser diagnostizieren zu können. Es soll hierzu ein Algorithmus entwickelt werden, der eine günstigere, schnellere und treffsicherere Methodik liefert als bislang verfügbare Schnelltest-Methoden.

## 128

Ein höherer Wert lässt sich namentlich nicht über den Erwartungswert dieser Beteiligung herleiten, der auf der Grundlage dreier vom Vorstand der m... AG entwickelten Szenarien abgeleitet werden kann. Diese bestanden in dem Best Case, bei dem als Folge einer erfolgreichen Markteinführung von einem Unternehmenswert der MA... Ltd. von US-Dollar 3 Mio. ausgegangen wird, aus einem „Worst Case-Szenario“, bei dem das Scheitern des F&E-Vorhabens zur Liquidation der Gesellschaft führen würde, sowie einem dritten Szenario, bei dem der Vorstand einen Veräußerungserlös in einer Bandbreite zwischen € 150.000,- und € 300.000,- für die Patente ansetzte, weshalb insofern der Mittelwert von € 225.000,- als sachgerecht und plausibel erscheint. Da der Vorstand die Liquidation, also das Scheitern, als die wahrscheinlichste der drei Varianten ansah, ist es für die Kammer nachvollziehbar, wenn hierfür eine Eintrittswahrscheinlichkeit von 40% angenommen wurde und der Sachverständige die Eintrittswahrscheinlichkeit der beiden anderen Szenarien mit jeweils 30% ansetzte, was zu einem Gesamterwartungswert von € 906.020,- für das gesamte Unternehmen zu dem führt, woraus sich dann für den 30%-igen Anteil der Gesellschaft ein Erwartungswert von € 271.806,- ergibt. Aber selbst wenn der für die Minderheitsaktionäre günstigere Durchschnittskurs von drei Monaten vor der Hauptversammlung angesetzt würde, käme es zu keiner Wertsteigerung, die den angesetzten Wert übertreffen würde, weil dann der Erwartungswert bei rund € 274.540,- liegen würde.

## 129

Im Rahmen des Liquidationsszenarios musste der Sachverständige für vorhandene Patente keinen positiven Wert ansetzen. Gerade bei Unternehmen, denen es nicht gelingt, ein Produkt zur Marktreife zu entwickeln und die deshalb scheitern, ist es nach der Erfahrung des Sachverständigen nichts Außergewöhnliches, wenn diese keinen Erlös erwirtschaften. Gerade bei diesen Unternehmen ist es

vielmehr selten, dass für Patente noch ein nennenswerter Betrag erzielt wird. Ungeachtet der Entwicklung der Verluste, die zumindest teilweise rückläufig waren, konnte auch von der Liquidation als dem wahrscheinlichsten Szenario ausgegangen werden. Es muss nämlich – worauf der gerichtlich bestellte Sachverständige bei seiner Anhörung hingewiesen hat – gesehen werden, dass MA... Ltd. keine Umsätze erwirtschaftete und zum Zeitpunkt der Hauptversammlung am 22.3.2017 auch noch kein marktgängiges Produkt in Aussicht war.

### **130**

Ungeachtet der negativen Ertragslage der MA... Ltd. in den Jahren vor der Hauptversammlung am 22.3.2017 nahm der Vorstand im Jahresabschluss der m... AG keine Wertberichtigung der historischen Anschaffungskosten vor. Abschreibungen wären indes gemäß § 253 Abs. 4 HGB notwendig gewesen, wenn die Anschaffungskosten über dem Wert des Vermögensgegenstandes zum Abschlusstichtag liegen. Angesichts dieser Bilanzierung zu den Anschaffungskosten muss davon ausgegangen werden, dass der Ansatz des Buchwerts letztlich nicht zu beanstanden ist. Hierfür spricht auch die Entwicklung der Verluste, die zumindest zum Teil rückläufig waren. Jedenfalls kann der Ansatz des Buchwerts für die Minderheitsaktionäre als nicht nachteilig angesehen werden. Bei Vornahme einer Wertberichtigung müsste in den Net Asset Value-Ansatz ein niedrigerer Wert der Beteiligung an der MA... Ltd. angesetzt werden.

### **131**

(d) Mit Ausnahme von Währungsdifferenzen muss in Bezug auf die Beteiligung der m... AG an der F... A... Fund S.C.A. in Höhe von 2,88% der ausgegebenen C-Shares keine Korrektur vorgenommen werden; diese Beteiligung floss mit € 164.278,- bei einem Drei-Monats-Durchschnittskurs bzw. von € 161.894,- bei einem auf den Stichtag der Hauptversammlung bezogenen Umrechnungskurs in die Unternehmensbewertung ein. Das Geschäftsmodell dieses Unternehmens war darauf gerichtet, Auktionshäusern Abnahmegarantien für Kunstwerke zu erteilen, für die sich im Auktionsverfahren keine Käufer fanden. Die F... A... Fund S.C.A. übernahm dabei die Verpflichtung, Kunstwerke, die nicht versteigert werden konnten, zu einem Mindestpreis abzunehmen. Bei einer Veräußerung im Rahmen einer Auktion erhielt dieses Unternehmen für die erfüllte Abnahmegarantie eine Provision.

### **132**

(aa) Nachdem der operative Geschäftsbetrieb zum 1.9.2016 beendet worden war und die F... A... Fund S.C.A. danach weder Garantien erteilte noch Kunstgegenstände erwarb, konnte der Wert dieser Gesellschaft, die sich in der bei Inanspruchnahme der Verlängerungsmöglichkeit fünf Jahre dauernden Desinvestitions- bzw. Distributionsphase befand, nach dem Net Asset Value-Verfahren ermittelt werden.

### **133**

Bei der Bewertung durfte der Sachverständige auf den von Deloitte erstellten Audit-Report zurückgreifen, aus dem sich der Net Asset-Value pro Anteil, gegliedert nach den einzelnen Aktiengattungen berechnen ließ. Auf die Ordinary CShares mit einem Anteil von 20% am Gesamtwert entfielen US-Dollar 6.061.368,-, weshalb der 2,88% Anteil der m... auf gerundet US-Dollar 175.000,- anzusetzen war. Bei einem anzusetzenden Umrechnungskurs von 1,07828 resultiert daraus ein Anteil der m... AG von € 161.894,-, bei dem für die Minderheitsaktionäre günstigeren Durchschnittskurs über drei Monate von € 164.278,-.

### **134**

Die Kunstwerke konnten mit den Anschaffungskosten in die Bewertung einfließen, die im Falle ungünstiger Entwicklungen am Kunstmarkt um vorzunehmende Abschreibungen korrigiert werden mussten, angesetzt werden. Die Notwendigkeit dieser Vorgehensweise resultiert auch bei Kunstgegenständen aus der Erwägung heraus, dass in all den Fällen, in denen das Kunstwerk über Monate hinaus nicht verkaufbar ist, eine Abwertung notwendig wird. Das Geschäftsmodell der F... A... Fund S.C.A. zielte ja gerade darauf ab, dass die einzelnen Werke nicht über viele Jahre in deren Besitz bleiben sollte.

### **135**

Der Aufstellung im Jahresabschluss von Deloitte als Teil des Managementberichts ist zu entnehmen, dass zehn Kunstwerke zum 31.7.2016 95,86% der Aktiva dieses Unternehmens darstellten, woraus sich dann ein Wert von USDollar 30,268 Mio. errechnet. Angesichts der Abschreibungen bei den Objekten AG F004 über US-Dollar 250.000,-, AG F020 über US-Dollar 172.348,-, AG F047 über US-Dollar 307.241,-, AG F049 über US-Dollar 123.929,- und AG F050 über US-Dollar 380.420,-, also insgesamt US-Dollar 1.496.757,-, und unter Einschluss eines Veräußerungsverlusts von € 373.000,- bei AG F006 und eines Veräußerungsgewinns von US-Dollar 110.000,- bei AG F071 wäre der Ansatz einer linearen Abschreibung

keinesfalls fernliegend, hätte indes zu einem niedrigeren und nicht zu einem höheren als dem angesetzten Wert geführt. Die Notwendigkeit einer linearen Abschreibung muss aber von der Kammer nicht abschließend entschieden werden, weil es dadurch keinesfalls zu einer höheren Barabfindung kommen würde.

**136**

(bb) Eine Ertragswertermittlung musste für den F... A... Fund S.C.A. nicht durchgeführt werden. Insoweit hatte Herr Ni... bei seiner Anhörung bereits zutreffend darauf hingewiesen, dass der Fond in Kunstwerke investierte, die als solche keine Erträge abwerfen – vielmehr leitet sich ihr Wert aus potenziellen Verkaufserlösen ab, die aber ebenso wie der Verkaufszeitpunkt prognostiziert werden müsste, was theoretisch zwar möglich wäre, aber gegenüber dem Ansatz des Net Asset Value nicht als vorzugswürdig eingestuft werden könnte.

**137**

Ebenso wenig kann über den Liquidationswert ein höherer Wert angesetzt werden. Der gerichtlich bestellte Sachverständige begründete dies überzeugend mit dem im Liquidationsverfahren bestehenden Zeitdruck, was Preisabschläge nach sich zieht. Dieser Zeitdruck resultiert vor allem daraus, dass bestimmte Fixkosten weiter laufen weshalb es umso teurer wird, je länger das Unternehmen gehalten wird. Bei einer operativ tätigen und fortzuführenden Gesellschaft besteht demgegenüber entsprechend dem Geschäftsmodell regelmäßig gerade kein Preisdruck wie hier.

**138**

(e) Bei der NE... C.P. II bzw. der Forderung gegen NE... konnte im Grundsatz auf die Wertermittlung entsprechend dem Bewertungsgutachten in Höhe von € 361.952,- angesetzt werden. Nach der Weiterveräußerung der NE... C.P. II – einem Immobilienunternehmen, das mit Schwerpunkt in Handels- und Gewerbeimmobilien in optimaler Lage in Innenstädten investiert – kam es zur Aufstellung eines Auszahlungsplanes, aus dem der m... AG noch eine offene Forderung in Höhe von € 361.952,- zustand. Diese in vier Raten auszuzahlende Forderung wurde mit dem Nominalwert angesetzt. Dabei konnten auch die nur bis zum Stichtag aufgelaufenen Zinsen berücksichtigt werden. Die Abfindungsprüfer wiesen nämlich im Termin vom 25.10.2018 darauf hin, dass zwar die künftigen Zinsen in Höhe von 8% bis zur Endfälligkeit hätten einbezogen, aber dann wieder diskontiert werden können. Nach einer Kumulation mit Endfälligkeit müsste diese dann aber wieder mit dem Zinssatz von 8% auf den Stichtag abgezinst werden, was dann ein Nullsummenspiel bedeuten würde.

**139**

Die bereits im Dezember 2016 zugeflossene erste Zahlung in Höhe von € 2.198.424,- ist in den liquiden Mitteln zum Bewertungszeitpunkt enthalten, wie im Bewertungsgutachten zutreffend dargestellt wurde. Die liquiden Mittel der m... AG sind nach den Feststellungen im Prüfungsbericht nämlich durch entsprechende Auszüge der kontoführenden Bank belegt gewesen.

**140**

(4) Die Kammer muss nicht abschließend entscheiden, ob bei den Wertpapieren kursbedingte Korrekturen zum Stichtag vorgenommen werden müssen. Die aktuelle Bewertung erfolgte nach der Auskunft von Herrn Ni... im Termin vom 25.10.2018 anhand der Depotauszüge und gerade nicht anhand von Buchwerten, weshalb sich ein Verstoß gegen § 253 Abs. 4 und Abs. 5 HGB nicht bejahen lässt.

**141**

(a) Bei Ba... Autocall war eine Bewertung mit dem Ausgabepreis von € 500.000,- nicht geboten. Herr Ni... verwies nämlich zurecht auf die Bewertung mit dem Verkehrswert zum Stichtag hin, wie er sich aus den Depotauszügen der Bank ergab. Ungeachtet der Garantie der Rückzahlung bleibt das Restrisiko von Bewertungsveränderungen der Basiswerte, weshalb Kurswerte typischerweise niedriger ausfallen als Nominalwerte, nachdem der Kurs das Bewertungsrisiko abbildet. Gerade deshalb nähert sich der Kurs hin zum Fälligkeitstag dem Nominalwert an. Die Tatsache, dass der Wert für Ba... jedenfalls nicht zu niedrig angesetzt wurde, belegt der nicht bestrittene Vortrag der Antragsgegnerin im Schriftsatz vom 30.6.2018 über den Rückgang des Kurses von € 64,60 am 13.1.2017 auf € 70,92 zum Stichtag der Hauptversammlung am 22.3.2017.

**142**

(b) In gleicher Weise konnte der Wert von N.. AutoCallable, deren Kurs im Vergleich zum Stichtag für das Bewertungsgutachten vom 13.1.2017 auf € 442.710,- angesetzt wurde, herangezogen werden.

#### **143**

(c) Legt man die von der Antragsgegnerin vorgetragenen und von den Antragsstellern nicht bestrittenen Kursveränderungen von Ba... Autocall, N.. AutoCallable ..., ..., Zurich, von U... AutoCallable ..., ..., ... sowie von R...1Y USD Reserve bis zum Stichtag zugrunde, muss von einem Gesamtwert der Wertpapiere von € 1.640.951,12 ausgegangen werden. In diesem Betrag ist der Veräußerungserlös für das Wertpapier B... P... in Höhe von € 204.000,- im Interesse einer einfacheren Darstellung enthalten, weil dieser Betrag anderenfalls den liquiden Mitteln zuzurechnen gewesen wären, die im Vergleich zum Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht nicht verändert werden konnten, weil die Veräußerung erst im März 2017 stattfand und es sich dabei lediglich um einen Aktivtausch handelt. Angesichts der Zulässigkeit des Vorgehens über den Ansatz der von der Depotbank mitgeteilten Werte musste eine Fundamentalbewertung dieser Wertpapiere nicht vorgenommen werden.

#### **144**

(5) Weitere Aktive müssen nicht korrigiert werden.

#### **145**

(a) Im Rahmen der Aktiva befinden sich unter dem Gliederungspunkt „andere Anlagen“, Betriebs- und Geschäftsausstattung mehrere Kunstgegenstände, die im Jahresabschluss zum 30.9.2016 mit € 122.138,- angesetzt wurden. Der Wert dieser 54 Kunstgegenstände junger Künstler wurde jeweils zwischen € 500,- und € 2.000,- in dem Schreiben des Kunsthause v.... H... angegeben. Angesichts dessen konnte zugunsten der Minderheitsaktionäre im Bewertungsgutachten der Anschaffungspreis entsprechend dem Bilanzierungswert angenommen werden, wobei dieser Wert Abschreibungen berücksichtigte, nachdem diese Kunstgegenstände als Gebrauchskunst einzustufen sind.

#### **146**

(b) Die Vorräte der m... AG konnten mit dem Buchwert von € 44.000,- angesetzt werden. Diese bestehen im Wesentlichen aus antiquarischen Büchern, wobei die Vorräte auf dem testierten Jahresabschluss zum 30.9.2016 aufbauend bewertet wurden, indem der fortgeschriebene Buchwert angesetzt wurde. Dabei konnten die Abfindungsprüfer diesen Abschluss sehr wohl als Basis ihrer Prüfungstätigkeit zugrunde legen. Es gibt keine hinreichenden Anhaltspunkte dafür, dass der testierte Abschluss unzutreffend gewesen sein könnte, weshalb die Abfindungsprüfer in Ihrem Prüfungsbericht darauf aufbauen konnten und durften (vgl. hierzu auch OLG München, Beschluss vom 7.12.2012, Az. 31 Wx 163/12; LG München I, Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19193/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13). Auf Nachfrage wurde den Abfindungsprüfern entsprechend der Auskunft von Herrn Ni... bei seiner Anhörung auch versichert, es seien keine stillen Reserven vorhanden; daher gibt es auch keine Marge zwischen Buchwert und Verkaufswert, weil gerade dadurch stille Reserven aufgedeckt würden, für deren Bestehen die Abfindungsprüfer aber gerade keine Anhaltspunkte fanden.

#### **147**

Abschreibungen mussten auf die Bücher nicht vorgenommen werden, nachdem sie im Umlaufvermögen ausgewiesen waren. Aufgrund der Aussage von Herrn Ni... über das Fehlen von öffentlich verfügbaren Marktdaten zur Ermittlung von Margen antiquarischer Bücher mussten hier keine weitergehenden Analysen und Ermittlungen durchgeführt werden. Das Fehlen von Marktdaten resultiert entsprechend den nachvollziehbaren Erkenntnissen der Abfindungsprüfer vor allem aus der Tatsache, dass diese Bücher vielfach in kleinen Buchhandlungen verkauft werden, deren Ergebnisse dann nicht in öffentlich verfügbare Studien einfließen.

#### **148**

(c) Die Vergabe eines Darlehens an den Aufsichtsrat konnte nach einer Tilgung mit der noch offenen Forderung von € 1,3 Mio. angesetzt werden. Eine Anlage entsprechend dem Kapitalisierungszinssatz war dabei nicht zu berücksichtigen, weil dieses Darlehen bereits vor dem Stichtag ausgereicht worden war und es sich dabei im Kern um eine unternehmerische Entscheidung handelt, die von den Minderheitsaktionären im Rahmen der Ermittlung des Unternehmenswertes hinzunehmen ist. Angesichts der jederzeitigen Kündbarkeit wurden keine Zinsen angesetzt. Eine Prüfung, inwieweit in der Vergangenheit Zinsen gezahlt wurden, ist angesichts des Bewertungszwecks nicht veranlasst, da auch hier Ereignisse vor dem Stichtag der Hauptversammlung außer Betracht bleiben müssen.

**149**

b. Die abzuziehenden Passiva bedürfen nur beim Barwert der Verwaltungskosten der m... AG einer Korrektur, als dieser mit € 2.315.268,- anzusetzen ist, weshalb sich die Summe aus Fremdkapital und Verwaltungskosten auf € 5.161.899,- beläuft.

**150**

(1) Die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten wurden zum Nominalwert von € 2,426 Mio. angesetzt. Angesichts der Vermögenssituation der Gesellschaft allein mit liquiden Mitteln in Höhe von € 3.521.887,- kann nicht davon ausgegangen werden, es müsse hier ein geringerer Wert als der Nominalwert angenommen werden; die Gesellschaft ist zur Rückzahlung der Darlehen in der Lage.

**151**

(2) Die Rückstellungen beziehen sich auf jährliche Ausgaben wie Tantiemen, Urlaub, die Erstellung und Prüfung des Jahresabschlusses sowie für die Vorbereitung und Durchführung der Hauptversammlung. Angesichts dessen ist nicht erkennbar, dass es dadurch zu Doppelerfassungen kommen könnte.

**152**

(3) Der Barwert der Verwaltungskosten der m... AG wurde mit einem Betrag von € 2.521.379,30 unplausibel überhöht angesetzt, nachdem die Beweisaufnahme zur Überzeugung des Gerichts ergeben hat, dass ein Wert von nur € 2.315.268,- angemessen ist. Eine Planung der Gesellschaft stand für die Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten nicht nur Verfügung, weshalb diese Werte aus der G+V-Rechnung der Vergangenheit abgeleitet werden konnten – ausgenommen die Service-Dienstleistungen für die e... GmbH, nachdem die in der dortigen Planungsrechnung als Aufwand für bezogene Leistungen verbucht wurden, worauf auch das Sachverständigengutachten auf Seite 99 hinweist. Grundlegende Bedenken gegen diese Vorgehensweise können nicht vorgebracht werden, nachdem eine von einem Sachverständigen vorzunehmende Planung ebenfalls auf diesen Zahlen der Vergangenheit aufbauen müsste und diesen Zahlen auch entsprechende vertragliche oder sonstige rechtlich bindende Verpflichtungen zugrunde lagen.

**153**

(a) Bei der Ermittlung der Verwaltungskosten müssen bei der m... AG in Übereinstimmung mit den Ausführungen im Sachverständigengutachten vom 24.7.2020 diejenigen Erträge in Abzug gebracht werden, die aus Dienstleistungen der m... AG gegenüber der e... GmbH resultieren, im Wesentlichen also Erträge aus Verwaltungsdienstleistungen und anteiliger Büronutzung sowie Erlöse aus Buchverkäufen und sonstige betriebliche Erträge.

**154**

(aa) Die aus Servicedienstleistungen für die Übernahme von Finanzbuchhaltungs- und Geschäftsführungsaufgaben für die e... GmbH stammenden Beträge waren entsprechend den Planungen bei der e... GmbH hier gegenläufig mit € 150.000,-, € 157.000,- und € 165.375,- für die Jahre der Detailplanungsphase sowie mit € 166.615,- für den Terminal Value ohne Veränderungen im Vergleich zum Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht anzusetzen.

**155**

(bb) Bei den Mietverträgen ist die Halbierung auf € 6.045,- in der Ewigen Rente und damit auf den hälftigen Wert der Vorperioden, in denen seit dem Geschäftsjahr 2015/16 € 12.000,- angesetzt wurden, nicht nachvollziehbar, wie Herr Prof. Dr. Ra... festgestellt hat. Dieser Ansatz lässt sich nicht mit den Grundsätzen der Ableitung der Ewigen Rente vereinbaren. Diese geht von einem Gleichgewichtszustand aus, da es hier um die Fortschreibung der Verwaltungskosten für den Zeitraum des Terminal Value geht, können die sich beim Ertragswertverfahren herausgebildeten Grundsätze auch beim Barwert der Verwaltungskosten herangezogen werden. Von einem eingeschwungenen Zustand wird dann ausgegangen, wenn sich Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Bewertungsobjektes am Ende von Phase I im sogenannten Gleichgewichts- oder Beharrungszustand befinden und sich die Verwaltungskosten 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; LG München I, Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5HK O 5711/19; van Rossum in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., § 305 Rdn. 119; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh. § 11 Rdn. 72). Angesichts dessen muss hier ab dem Geschäftsjahr

2019/2020 ein Mietzins von € 12.090,- angenommen werden, nachdem nicht erkennbar ist, dass sich dieser Mietzins halbieren könnte.

**156**

(cc) Unverändert können die Umsatzerlöse aus der Veräußerung von Büchern übernommen werden, die mit € 5.000,- in Phase I und € 5.038,- gerundet in den Termin Value eingeflossen sind. Das Gutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen verweist auf Erlöse zu Buchverkäufen in den drei Jahren der Vergangenheitsanalyse zwischen € 3.086,- und € 5.969,-. Dieser Vergleich zeigt, dass ein Ansatz von € 5.000,- in der Größenordnung der in der Vergangenheit erwirtschafteten Erlöse liegt.

**157**

(dd) Die sonstigen betrieblichen Erträge der Vergangenheit weisen offensichtlich keinen einmaligen Charakter auf, weshalb es auch nach den Erkenntnissen von Herrn Prof. Dr. Ra... hier keinen Änderungsbedarf gibt.

**158**

(b) Beim Personalaufwand, der sich aus den Vorstandsbezügen, Gehältern für die Angestellten, Tantiemen, pauschaler Lohnsteuer, vermögenswirksamen Leistungen, Fahrtkostenerstattungen, Urlaubsrückstellungen sowie den Sozialversicherungsbeiträgen, Aufwendungen für die Berufsgenossenschaft und die Altersversorgung zusammensetzt, müssen keine Korrekturen vorgenommen werden.

**159**

(aa) Die Kosten für die beiden Verwaltungsangestellten, die sich auf insgesamt € 87.000,- ohne Berücksichtigung des Arbeitgeberanteils zur Sozialversicherung belaufen, können nicht als unangemessen eingestuft werden, wenn die Aufgaben der beiden Mitarbeiterinnen betrachtet werden. Hierzu gehören die Mitarbeit bei der Verwaltung der Immobilien sowie von sieben Unternehmen, Verwaltungstätigkeiten im Zusammenhang mit dem Wertpapierportfolio, die Wahrnehmung administrativer Aufgaben sowie von sonstigen Verwaltungs-, Finanz- und Controllingaufgaben, die Abwicklung von Buchverkäufen sowie die Dienstleistungen wie beispielsweise Abrechnungsarbeiten für die kein eigenes Personal beschäftigende e... GmbH, wobei diese anteilig von der m... AG und der e... GmbH übernommen werden. Zudem muss berücksichtigt werden, dass die Höhe der Vergütung auf vertraglichen Vereinbarungen beruht.

**160**

Die Frage, welche Vergütung ein Vorstand für seine Angestellten als angemessen erachtet, stellt sich als unternehmerische Entscheidung dar, sofern es keine Tarifbindung gibt, die eine Untergrenze festlegt. Der Sachverständige leitete seine Erkenntnisse zur Angemessenheit der Vergütung und den Tätigkeitsfeldern aus den Jahresabschlüssen der Jahre 2015 und 2016 ab. Zudem verwies er auf die Tätigkeit für die e... GmbH, die einen Umsatz von rund € 400.000,- jährlich erwirtschaftet. Weiterhin muss gesehen werden, dass die S... B... Ltd. Beteiligungen an über 32 Start up-Unternehmen hält. Aus diesen Einzelüberlegungen heraus hält die Kammer die Schlussfolgerung auf ein nicht unangemessenes Gehalt nicht für fehlerhaft. Vor allem aber muss gesehen werden, dass die m... AG zur Zahlung dieser Vergütung vertraglich verpflichtet ist. Anhaltspunkte für eine Nichtigkeit nach § 138 Abs. 1 oder Abs. 2 BGB sind nicht ansatzweise erkennbar. Ein wucherähnliches Geschäft mit der Folge der Nichtigkeit wegen Sittenwidrigkeit ließe sich nur dann annehmen, wenn die Vergütung ein besonders grobes Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung offenbart. Ein solches Missverhältnis wird regelmäßig dann angenommen, wenn das Gehalt unterhalb der Grenze von zwei Dritteln des Tarifentgeltes liegt (vgl. BAG DB 2012, 2048, 2049 = BB 2012, 2375, 2378 = MDR 2012, 1298 = NZA 2012, 974, 977; Preis in: Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht, 21. Aufl., § 612 Rdn. 3 b). Dies würde aber bedeuten, dass für die beiden Arbeitnehmerinnen eine jährliche Vergütung in Höhe von zusammen fast € 130.500,- angemessen wäre, um hier einen „Lohnwucher“ bejahen zu können. Dies ist nicht erkennbar. Vor allem würde dann aber tatsächlich ein Anspruch auf den üblichen Lohn bestehen (vgl. LAG Bremen BeckRS 1992, 30456684; Preis in: Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht, a.a.O., § 612 BGB Rdn. 4). Dies würde jedoch zu einer deutlichen Erhöhung des Barwerts der Verwaltungskosten führen. Angesichts dieser Überlegungen muss insoweit keine Korrektur vorgenommen werden.

**161**

(bb) In Bezug auf die Personalkosten für den Hausmeister in Höhe von € 19.200,- gelten ähnlich Überlegungen. Diese Vergütung ergibt sich aus dem vom Antragsgegner vorgelegten Arbeitsvertrag über eine 40-Stunden-Woche, weshalb sich ein monatliches Gehalt von € 1.600,- ergibt, was einem Stundenlohn

von knapp € 8,- entspricht. Für die vornehmlich vertraglich geschuldete Tätigkeiten wie Instandhaltung, Reparatur und Reinigung des (unter Denkmalschutz stehenden) Gebäudes und seiner Einrichtungen, Garten-, Pflanzen- und Baumpflege, Abfallentsorgung, Schneeräum- und Streudienste, Transportbeauftragungen und Postdienste kann dies keinesfalls als unangemessen niedrig eingestuft werden, nachdem dieser Vertrag bereits im Jahr 2006 abgeschlossen wurde und beim Barwert der Verwaltungskosten keinerlei Gehaltserhöhungen eingeflossen sind.

#### **162**

(cc) Für das Vorstandsgehalt muss angesichts gesamter Personalkosten von € 260.663,- ein kalkulatorischer Betrag von € 121.322,- angesetzt werden. Dabei wurde der fixe Gehaltsbestandteil des Vorstands offensichtlich nur anteilig in die Vorstandsvergütung einbezogen, nachdem die fixen Vorstandsbezüge im Jahresabschluss 2015/2016 mit € 164.400,- verbucht waren. Der hier eingeflossene Betrag muss als angemessen bezeichnet werden, wie Herr Prof. Dr. Ra... in seinem Gutachten herausgearbeitet hat. Er verwies auf eine Studie der ... Handelsberatung GmbH aus dem Jahr 2015, wonach die Medianwerte der Vergütung eines Gesellschafter-Geschäftsführers einer GmbH in Abhängigkeit von der Branchenzugehörigkeit bei einem Jahresumsatz von bis zu € 1 Mio. zwischen € 119.000,- in der Finanzbranche und € 132.000,- in der Immobilienbranche liegen. Dann aber liegt die rechnerisch verbleibende Vergütung des Vorstands der Gesellschaft innerhalb der Bandbreite eines Gesellschafter-Geschäftsführers; im Vergleich zu einem Fremdgeschäftsführer liegt der angesetzte Betrag sogar geringfügig unterhalb der Bandbreite, die dieser Studie zu entnehmen ist.

#### **163**

(c) Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen muss es teilweise zu Anpassungen kommen, weil die im Bewertungsgutachten angenommenen Beträge für die Mietaufwendungen wie auch für die Rechts- und Beratungskosten als deutlich überhöht und damit nicht mehr als plausibel angesehen werden können; bei den übrigen Aufwendungen sind Korrekturen dagegen nicht veranlasst, wie die Beweisaufnahme zur Überzeugung der Kammer ergeben hat.

#### **164**

(aa) Der Ansatz von Mietaufwendungen ist nur in Höhe von € 24.000,- p.a. gerechtfertigt. Angesichts der Größe des Unternehmens war der im Bewertungsgutachten angesetzte Betrag von € 35.244,- nicht mehr gerechtfertigt. Der niedrigere Ansatz rechtfertigt sich insbesondere auch aus der Nutzung der Räume durch den Aufsichtsratsvorsitzenden in dessen Eigenschaft als Honorarkonsul von Bolivien.

#### **165**

(bb) Der Ansatz für Kosten der Hauptversammlung in Höhe von € 15.000,- pro Jahr ist dagegen nicht als überzogen zu bezeichnen. Der Sachverständige verwies darauf, im Jahresabschluss und den Kontennachweisen seien Kosten in einer Größenordnung zwischen € 13.000,- und € 18.000,- in den vergangenen Jahren ausgewiesen gewesen. Daher kann der abgerundete Durchschnitt der Vorjahre zugrunde gelegt werden.

#### **166**

(cc) Unter Berücksichtigung der Geschäftstätigkeit und insbesondere auch des Geschäftsumfangs der Gesellschaft können jährliche EDV-Wartungskosten von € 1.626,- ebenso wie der Gesamtumfang der Wartungskosten von € 7.649,- im Geschäftsjahr 2015/2016 als Grundlage der Ableitung für den Barwert der Verwaltungskosten in Übereinstimmung mit dem Sachverständigengutachten als angemessen und plausibel bezeichnet werden.

#### **167**

(dd) Dasselbe gilt für die im Bewertungsgutachten angenommenen Kfz-Kosten von € 8.471,- p.a. in der Detailplanungsphase sowie von € 8.535,- in der Ewigen Rente. Dies entspricht den jährlichen Kosten eines Mittelklasse-PKWs. Daher besteht kein Korrekturbedarf. Die in den Jahresabschlüssen zwischen 2013/2014 bis 2015/2016 angesetzten Kosten waren mit durchschnittlich € 53.466,- p.a. deutlich höher angesetzt, bildeten aber gerade nicht die Grundlage für die Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten.

#### **168**

(ee) Eine deutliche Reduzierung von jährlich € 51.415,- in Phase I bzw. € 51.800,- im Terminal Value muss in Bezug auf die Rechts- und Beratungskosten erfolgen, die mit € 36.000,- p.a. als sachgerecht angesehen werden müssen. Dieser Betrag resultiert aus den Kosten für die laufende Steuerberatung von € 2.600,-

monatlich sowie für Rechtsberatung von € 400,- pro Monat. Nur dieser deutlich niedrigere Betrag ist als angemessen zu bezeichnen, weil nicht erkennbar ist, womit für ein Unternehmen mit dem Zuschnitt der m... AG Rechts- und Beratungskosten von über € 51.000,- gerechtfertigt werden können.

### **169**

(ff) Die Vergütung der Mitglieder des Aufsichtsrats in Höhe von € 25.000,- muss nicht herabgesetzt werden, weil für sie eine aktienrechtskonforme Rechtsgrundlage besteht. Die Hauptversammlung der m... AG fasste am 11.3.2015 entsprechend den Ausführungen des Verfahrensbevollmächtigten des Antragsgegners im Termin vom 5.7.2018 einen diesbezüglichen Beschluss, wie auch der im Bundesanzeiger veröffentlichten Einberufung zu der Hauptversammlung vom 29.1.2015 zu entnehmen ist. Danach beträgt die Grundvergütung der drei Mitglieder des Aufsichtsrats € 22.500,-. Wenn dann noch Auslagen von € 2.500,- hinzugerechnet werden, kann dies noch nicht beanstandet werden. Auch dieser Ansatz lag deutlich unter den veranschlagten Kosten für den Aufsichtsrat in Höhe von durchschnittlich € 35.781,- aus dem Zeitraum der drei Jahre der Vergangenheitsanalyse.

### **170**

(gg) Sonstige Verwaltungskosten sind mit € 35.500,- in Phase I sowie € 35.766,- in Phase II anzusetzen. Dabei handelt es sich um all diejenigen Verwaltungskosten, die in den soeben genannten Posten noch nicht enthalten sind – mithin Reisekosten, Beiträge, Telefon- und Bürobedarf, Versicherungen, sonstige Personalkosten in Form von Fremdarbeiten sowie die Nebenkosten des Geldverkehrs. Da es sich um der Gesellschaft entstehende Aufwendungen handelt, waren sie auch in den Barwert der Verwaltungskosten einzubeziehen. Der Ansatz des Durchschnitts dieser nicht übermäßig volatilen Kosten aus diesem Kostenblock muss folglich als sachgerecht eingestuft werden.

### **171**

(hh) Der Sachverständige hält den Ansatz eines sukzessiven Abbaus der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in Höhe von 10% über die nächsten vier Jahre für nachvollziehbar. Die Kammer folgt diesem Ansatz, nachdem auch Herr Prof. Dr. Ra... mangels besserer Erkenntnisse über die Gründe für diese Entwicklung diesen Ansatz zugrunde legt, der sich zugunsten der Minderheitsaktionäre auswirkt, weil sich anderenfalls der Barwert der Verwaltungskosten um € 1,013 Mio. erhöhen würde.

### **172**

(d) Der Barwert der Verwaltungskosten muss aus den oben bereits unter B. II. 1. a. (2) (b) (bb) genannten Gründen mit dem Kapitalisierungszinssatz abgezinst werden, wobei im Terminal Value ebenfalls ein Wachstumsabschlag von 0,75% anzusetzen ist. Die Tätigkeit eines Unternehmens wie der m... AG ist auf die Ewigkeit hin angelegt. Demzufolge muss auch in der Phase der Ewigen Rente angesichts der unendlichen Lebensdauer des Unternehmens mit inflationsbedingt steigenden Kosten gerechnet werden. Dies rechtfertigt es, auch bei einer Bewertung nach der Net Asset Value-Methode einen Wachstumsabschlag im Rahmen der Ermittlung des Barwerts der Verwaltungskosten anzusetzen, gegen dessen Höhe keine grundlegenden Bedenken bestehen. Der Ansatz von 0,75% muss insbesondere im Vergleich zum Risikozuschlag von 6,75% vor Steuern als in der Gesamtschau angemessen bezeichnet werden. Herr Prof. Dr. Ra... wies bei seiner Anhörung überzeugend und zurecht darauf hin, dass im Unternehmen die Immobilien den größeren Teil der Assets ausmachen, die einem geringeren Risiko unterliegen. Daher ist ein Kapitalisierungszinssatz von 8% vor Steuern als vergleichsweise hoch einzustufen. Ein niedrigerer Risikozuschlag würde allerdings zu höheren Verwaltungskosten führen und damit den Net Asset Value – anders als den Ertragswert eines Unternehmens – vermindern. Angesichts dessen müssen – mit Ausnahme des mit 1,25% vor Steuern anzusetzenden Basiszinssatzes beim Kapitalisierungszinssatz keine weiteren Veränderungen vorgenommen werden.

### **173**

Aus diesen Erwägungen heraus resultiert ein Unternehmenswert von maximal € 13.355.016,-, bei dem der Drei Monats-Durchschnittskurs von € 1,06263 und keine Kursveränderungen hin zum Stichtag bei den von der Gesellschaft gehaltenen Wertpapieren zugrunde gelegt wurde. Doch auch bei diesem für die Minderheitsaktionäre günstigsten Ansatz führt die durchgeführte Anhörung der Abfindungsprüfer wie insbesondere auch die Beweisaufnahme durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen Prof. Dr. Ra... zu einem maximalen Wert von € 135,48 je Aktie, weshalb die angesetzte Barabfindung angemessen ist. Dies zeigt die nachstehende Tabelle zum Net Asset Value, die denkbaren Modifikationen beim

Umrechnungskurs ebenso berücksichtigt wie denkbare Veränderungen beim Ansatz der Wertpapiere, wenn der Kurs zum Stichtag der Hauptversammlung zugrunde gelegt wird:

Ermittlung des Net Asse		NAV
	: Value	€/\$: 3-Mon.-
m...	€/\$ v. 22.03.2017	1,06263
AG	1,0788	
		EUR EUR

#### Aktiva

Immaterielle Vermögensgegenstände 16 16

#### Sachanlagen:

##### Grundstücke und Bauten

Immobilie D... 1.621.131 1.621.131

Immobilien B... 1.859.040

1.859.04

0

Summe		3.480.171	3.480.17
Immobilien		1	

Andere Anlagen, Betriebs- und Geschäftsausstattung	158.546
--	---------

Summe Sachanlagen	3.638.717	3.638.71
-------------------	-----------	----------

Finanzanlagen:	641.724	641.724
----------------	---------	---------

Anteile an verbundenen Unternehmen		
------------------------------------	--	--

e... GmbH		
-----------	--	--

m... Corp.	4.356.797	
------------	-----------	--

	4.420.98	
--	----------	--

	3	
--	---	--

Summe Anteile an verbundenen Unternehmen	4.998.521	5.062.68
--	-----------	----------

	7	
--	---	--

Beteiligungen:	583.619	592.215
----------------	---------	---------

O... Inc.		
-----------	--	--

S... B... Ltd.	196.087	196.087
----------------	---------	---------

MA... Ltd.	333.865	338.782
------------	---------	---------

F... A... Fund S.C.A.	161.894	164.278
-----------------------	---------	---------

NE... CP II / Ford. geg. NE...	361.952	361.952
--------------------------------	---------	---------

Wertpapiere	1.760.040	1.760.04
-------------	-----------	----------

	0	
--	---	--

Kursveränderungen zum Stichtag	1.640.951	1.640.951
--------------------------------	-----------	-----------

Kassenbestand, Guthaben bei Kreditinstituten	3.521.887	3.521.88
--	-----------	----------

	7	
--	---	--

Summe Umlaufvermögen	7.204.213	7.204.213
----------------------	-----------	-----------

Summe Beteiligungen	1.637.417	1.653.31
---------------------	-----------	----------

	4	
--	---	--

Ausleihungen	957.984	
--------------	---------	--

	957.984	
--	---------	--

Summe Finanzanlagen	7.593.922	7.673.98
---------------------	-----------	----------

	5	
--	---	--

Summe Anlagevermögen	11.232.639	11.312.702
----------------------	------------	------------

	11.232.639	11.312.702
--	------------	------------

Vorräte	44.000	44.000
---------	--------	--------

Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände:		
--	--	--

Forderungen Lieferungen		
-------------------------	--	--

und Leistungen	959	959
----------------	-----	-----

Sonstige Vermögensgegenstände	1.877.327	
-------------------------------	-----------	--

	1.877.32	
--	----------	--

	7	
--	---	--

Summe Forderungen und sonstige Vermögensgegen-		
--	--	--

	1.878.286	
--	-----------	--

stände	1.878.286	
--------	-----------	--

Kursveränderungen zum Stichtag	7.085.124	7.085.124
--------------------------------	-----------	-----------

Summe Aktiva	18.436.852	18.516.915
--------------	------------	------------

Kursveränderungen zum Stichtag	18.317.763	18.397.826
--------------------------------	------------	------------

Passiva		
---------	--	--

Rückstellungen	167.802	167.802
----------------	---------	---------

Verbindlichkeiten	2.426.000	
-------------------	-----------	--

Verbindlichkeiten gg. Kreditinstituten		2.426.000
--	--	-----------

Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	6.093	6.093
--	-------	-------

Verbindlichkeiten gg. verbundenen Unternehmen	225.409	225.409
---	---------	---------

Sonstige Verbindlichkeiten	21.328	21.328
----------------------------	--------	--------

Summe Verbindlichkeiten	2.678.829	
-------------------------	-----------	--

	2.678.829	
--	-----------	--

Summe Fremdkapital		
--------------------	--	--

	2.846.631	2.846.631
--	-----------	-----------

	<b>Wert pro Anteil</b>
Verwaltungskosten m... AG	2.315.268 2.315.268

<b>Summe FK u. Verwaltungskosten</b>	<b>5.161.8995.161.899</b>
--------------------------------------	---------------------------

#### Eigenkapital gem. Jahresabschluss

<b>Net Asset Value</b>	<b>13.274.953</b>	<b>13.355.016</b>
Kursveränderungen zum		<b>13.155.864</b>
Stichtag		
	<b>13.235.927</b>	
	<b>134,67</b>	<b>135,48</b>

#### Kursveränderungen der

**Wertpapiere zum Stichtag**      **133,22**      **134,03**

#### 174

Bei der Ermittlung der Abfindung als Quotient aus Unternehmenswert und Zahl der Aktien sind die von der m... AG gehaltenen eigenen Aktien nicht zu berücksichtigen, so dass der Unternehmenswert durch die Zahl von 98.750 Aktien zu teilen ist.

#### 175

Soweit eine Mindermeinung in der Literatur davon ausgeht, angesichts der Konzernneutralität des Squeeze out seien auch diese Aktien abfindungsberechtigt (vgl. Habersack in: Emmerich: Habersack, Aktienrecht- und GmbHKonzernrecht, 9. Aufl., § 327 b Rdn. 6; Heidel/Lochner in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 5. Aufl., § 327 b Rdn. 2; Habersack ZIP 2001, 1230, 1236), kann dem nicht gefolgt werden. Die von der Aktiengesellschaft gehaltenen eigenen Aktien gehen nicht auf den Hauptaktionär über. Sie werden wie alle Anteile, für die § 16 Abs. 4 AktG gilt, von dem Rechtsübergang nicht erfasst, weil ein entsprechendes Interesse des Hauptaktionärs hieran nicht angenommen werden kann. Auch erzwingt der Regelungszweck des Squeeze out nicht den Rechtsübergang auf den Hauptaktionär. Durch diese Maßnahme soll der Hauptaktionär in seiner unternehmerischen Handlungsfreiheit gestärkt werden (so ausdrücklich BTDrucks. 14/7034 S. 31 f.). Dem liefe es indes zuwider, wenn eigene Aktien der Aktiengesellschaft kraft Gesetzes, also ohne den erklärten Willen auf den Hauptaktionär übergingen und dieser verpflichtet wäre, die Gesellschaft deshalb mittels Barabfindung zu entschädigen. Dem Zweck wird bereits hinreichend entsprochen, wenn der Hauptaktionär nicht länger mit der Ausübung zwingender Minderheitsrechte rechnen muss und ein Anfechtungsrisiko bei Hauptversammlungsbeschlüssen ausgeschlossen ist. Aufgrund von § 71 b AktG besteht aus eigenen Aktien kein Stimmrecht, weshalb auch insoweit dem Gesetzeszweck Genüge getan ist. Diese Sichtweise steht auch in Einklang mit der Regelung in §§ 327 a Abs. 2, 16 Abs. 2 Satz 2 AktG, wonach auch bei der Berechnung der Schwelle von 95% des Grundkapitals die eigenen Aktien der betroffenen Aktiengesellschaft nicht mitgezählt werden. Anders als bei der Eingliederung im Sinne des § 320 AktG muss die Antragsgegnerin als Hauptaktionärin beim Squeeze out nicht zwingend Alleinaktionärin werden, nachdem eine Regelung die § 327 Abs. 1 Nr. 3 AktG über das Ende der Eingliederung im Falle des Verlustes der Eigenschaft als Alleinaktionärin in §§ 327 a ff. AktG nicht

enthalten ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.5.2016, Az. 5HK O 10044/16; Beschluss vom 16.4.2019, Az. 5HK O 14963/17; Grunewald in: Münchener Kommentar zum AktG, 4. Aufl., § 327 e Rdn. 12; Singhof in: BeckOGK AktG, Stand 1.2.2021, § 327 b Rdn. 9; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 e Rdn. 25; Hüffer/Koch, AktG, 13. Aufl., § 327 e Rdn. 4; Holzborn/Müller in: Bürgers/Körber, AktG, 4. Aufl., § 327 b Rdn. 5; Lieder/Stange Der Konzern 2008, 617, 623 ff.; Rieger DB 2003, 541, 542 ff.).

## 176

Ein € 136,- übersteigender Wert je Aktie ergibt sich selbst dann nicht, wenn bei den Wohnungen in B... die Zinseszinsmethode mit Wertauswirkungen von € 24.120,- berücksichtigt würde und ein weiterer Ansatz von rund € 7.000,- aus einer Anpassung bei Spotistic ermittelt würde. Dadurch käme es zu einer Erhöhung des Net Asset Value um höchstens € 31.120,- und damit einer Erhöhung des Werts je Aktie um höchstens € 0,32 auf maximal € 135,80.

## 177

Eine unzulässige reformatio in peius kann nicht darin gesehen werden, dass einzelne Positionen mit einem niedrigeren Wert angesetzt wurden als im Bewertungsgutachten und dem Prüfungsbericht. Dies wäre nur dann der Fall, wenn das Gericht die angebotene Barabfindung nach unten korrigieren würde. Dies ist indes nicht der Fall. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre, im Rahmen eines – wenn auch wesentlichen – Bewertungsparameters bei einzelnen Elementen nicht schlechter gestellt zu werden, kann nicht anerkannt werden. Der Schutz der Antragsteller sowie der übrigen Aktionäre wird hinreichend dadurch gewährleistet, dass eine Herabsetzung der festgesetzten Abfindungssumme im Spruchverfahren ausgeschlossen ist (vgl. LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5HK O 11296/06).

## 178

c. Die durchgeführte Beweisaufnahme durch Einschaltung des Sachverständigen Prof. Dr. Ra... sowie die Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer von P... haben zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt.

## 179

(1) Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der von Herrn Prof. Dr. Ra... getroffenen Feststellungen. Er hat sein schriftliches Gutachten unter Zugrundelegung zutreffender Anknüpfungstatsachen widerspruchsfrei erstellt und dabei seine Erkenntnisse eingehend begründet. Bei deren Würdigung muss insbesondere gesehen werden, dass die Ergebnisse aus den Gutachten – soweit Veränderungen im Vergleich zum Bewertungsgutachten und zum Prüfungsbericht vorgenommen wurden – Auswirkungen in beide Richtungen, also sowohl werterhöhend als auch wertmindernd hatte. Im Rahmen seiner Anhörung setzte sich Herr Prof. Dr. Ra... umfangreich mit den gegen seine Ergebnisse zu einzelnen Vermögensgegenständen und zum Barwert der Verwaltungskosten vorgetragenen Argumenten auseinander und begründete kenntnisreich und überzeugend, warum gerade bei den Immobilien, aber auch beim Barwert der Verwaltungskosten Anpassungen erforderlich wurden. An der Kompetenz des Sachverständigen hat die Kammer keinen Zweifel. Aus einem anderen Spruchverfahren ist bekannt, dass Herr Prof. Dr. Ra... über die erforderliche Sachkunde verfügt, auch sehr komplexe Fragen zur Grundstückswie auch zur Unternehmensbewertung insgesamt beurteilen zu können. Demgemäß konnte er sich argumentativ überzeugend mit den Einwendungen gegen die Feststellungen aus seinem Gutachten auseinandersetzen. Angesichts dessen macht sich die Kammer die Ausführungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen nach nochmaliger Würdigung und Überprüfung in vollem Umfang zu eigen.

## 180

(2) Die Angaben der Abfindungsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 5.7.2018 und vom 25.10.2018 zu einigen wesentlichen Aspekten der Unternehmenswertermittlung, zu denen die gerichtlich bestellten Sachverständigen nicht beauftragt wurden, können der Entscheidung gleichfalls zugrunde gelegt werden, ohne dass darüber auch ein Sachverständigengutachten von Herrn Prof. Dr. Ra... hätte beauftragt werden müssen.

## 181

Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für

Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Dem kann nicht entgegengehalten werden, die Anhörung der gemäß §§ 327 c Abs. 2 Sätze 2 bis 4, 293 c Abs. 1 AktG bestellten Abfindungsprüfer 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 aber auch Puszakajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Vorb. §§ 7 bis 11 SpruchG Rdn. 29 und § 8 Rdn. 32 f.). Diese Auffassung ist nämlich 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 gerichtlichen 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 Gedanken 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 Rieger/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 Prüfers 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 bezeichnete 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. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung durch A... zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts von P..., vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21). Die Abfindungsprüfer konnten die Bedenken gegen die Bewertungsansätze zu den einzelnen Vermögensgegenständen, zu denen keine gesonderte Beauftragung eines gerichtlich bestellten Sachverständigen erfolgte, überzeugend ausräumen.

## 182

Die Kammer hat keine Zweifel an der Kompetenz der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer. Soweit ihnen die entsprechenden Unterlagen von Seiten des Antragsgegners bzw. der m... AG zur Verfügung standen, konnten sie sich eingehend mit ihnen auseinandersetzen und ihre Erkenntnisse im Rahmen der Anhörung in zwei Terminen auch überzeugend begründen, warum sie die Ansätze im Bewertungsgutachten von A... für sachgerecht erachteten.

## 183

(3) Die Vorlage der als Grundlage der Unternehmensbewertung dienenden Unterlagen, insbesondere von Planunterlagen der e... GmbH sowie der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfungsgesellschaften A... und P... war nicht anzuordnen, weil die Voraussetzungen von § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG als einzige denkbare Anspruchsgrundlage nicht erfüllt sind.

## 184

(a) 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; OLG München, Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 7.5.2014, Az. 5HK O 21386/12; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Puszakajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57). 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 Vertragsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantierter Einwendungen bildet.

## 185

(b) Die Antragsgegnerin ist weiterhin nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Bewertungsgutachter von A... sowie der Abfindungsprüfer von P... 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; Wasemann/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, 26 FamFG in jedem Fall zu folgen sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: BeckOGK, Stand 1.2.2021, § 7 SpruchG Rdn. 10), 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, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben, in jedem Fall zugänglich gemacht werden. 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.; OLG München WM 2019, 2014, 2119 f.; Beschluss vom 13.11.2018, Az. 31 Wx 372/15; LG München I, Beschluss vom 30.6.2017, Az. 5HK O 13182/15; Beschluss vom 29.11.2019, Az. 5HK O 6321/14; Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Puszakajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 57; Drescher in: BeckOGK, Stand 1.2.2021, § 7 SpruchG Rdn. 10; Klöcker/Wittgens in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 7 SpruchG Rdn. 13). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

## 186

2. Aus anderen Gründen lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen.

## 187

a. Dies gilt zunächst für den Börsenkurs.

## 188

(1) 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. – 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/Koch, AktG, 15. Aufl., § 327 b Rdn. 6 und § 305 Rdn. 29; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., § 327 b Rdn. 3; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 327 b Rdn. 9; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke/Kleinertz in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, a.a.O., § 305 AktG Rdn. 36).

## **189**

(2) Vorliegend gab es im maßgeblichen Zeitraum keine Börsennotiz der Aktien der m... AG, nachdem auch die Notierung im Freiverkehr der Börse München am 30.6.2016 endete. Handel mit Aktien der Gesellschaft erfolgt danach nur mehr außerbörslich über die von der V. Effekten Handel AG betriebene V. Effekten-Plattform. Dort fand indes nach dem nicht bestrittenen und daher gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden geltenden Vortrag der Antragsgegnerin nur vereinzelt Handel statt. Zwischen der Einstellung des Börsenhandels über den Freiverkehr der Börse München bis zur Einberufung der Hauptversammlung am 8.2.2017 fand Handel an lediglich vier Tagen statt. Unter Zugrundelegung des Maßstabs von § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO, der jedenfalls gewichtige Anhaltspunkte für die Aussagekraft von Börsenkursen bietet (vgl. OLG Stuttgart AG 2008, 783, 787; OLG Frankfurt, Beschluss vom 9.4.2010, Az. 5 W 57/09 – zit. nach juris; AG 2014 822, 827; OLG Karlsruhe AG 2015, 789, 792 = ZIP 2015, 1874, 1877; OLG Karlsruhe ZIP 2015, 1874, 1877 = AG 2015, 789, 792 = Der Konzern 2016, 35, 48; ZIP 2018, 122, 125 = Der Konzern 2017, 540, 542; OLG Hamburg NZG 2021, 29, 30 = AG 2021, 406, 407; LG München I, Beschluss vom 28.3.2019, Az. 5HK O 3374/18; Happ/Bednarz in: Festschrift für Stilz, 2014, S. 219, 227 f.; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7, Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten – Corporate Litigation, 5. Aufl., § 34 Rdn. 160; Wasmann AG 2011, 179, 191), kann folglich nicht von einem liquiden Aktienhandel ausgegangen werden. Zum anderen muss gesehen werden, dass sich der regulierte Markt vor allem auch dadurch auszeichnet, dass er über strikte Regularien zur Ermittlung des Preises verfügt und infolge dessen durch eine hohe Transparenz gekennzeichnet ist, dies aber ist bei außerbörslichen Handelsplattformen, bei denen es keine Ad hoc-Pflicht aufgrund von Artikel 17 Abs. 1 MAR geben kann, nicht der Fall. Es fehlt am Handel oder der Zulassung zum Handel auf einem multilateralen oder organisierten Handlungssystem im Sinne des Artikel 17 Abs. 1 Unterabs. 3 MAR.

## **190**

Soweit Börsenkurse nach der Veröffentlichung der Einberufung über der angebotenen Barabfindung gelegen haben, kann diesem Umstand hier darüber hinaus schon deshalb keine Bedeutung beigemessen werden, weil ein relevanter Börsenkurs aus einem Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme an die Kapitalmärkte abgeleitet werden muss (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 D... ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; AG 2020, 837 = ZIP 2011, 408, 409 = WM 2021, 593, 594 Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 5. Aufl., § 305 Rdn. 105 f.; ebenso Hüffer/Koch, 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.).

## **191**

b. Gezahlte Vorerwerbspreise sind für die Ermittlung der Barabfindung ohne Bedeutung.

## **192**

(1) Dies gilt zunächst für den Erwerb von Aktien durch den Antragsgegner. Soweit teilweise in Rechtsprechung und Literatur die Ansicht vertreten wird, Vorerwerbspreise 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 Squeeze out entrichtet, spielen für die Bemessung der angemessenen Barabfindung 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 Mindestaktionäre 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 AG 2020, 222, 228; Beschluss vom 21.12.2015, Az. 5HK O 24402/13; Beschluss vom 25.4.2016, Az. 5HK O 20672/14; Beschluss vom 29.6.2018, Az. 5HK O 4268/17; Beschluss vom 29.8.2018, Az. 5HK O 16858/15; Beschluss vom 16.4.2021, Az. 5HK O 5711/19; Vetter AG 1999, 569, 572). Aus der Wertung des § 31 Abs. 4 WpÜG lässt sich das gegenteilige Ergebnis nicht begründen, weil das System des WpÜG mit dem der aktienrechtlichen Strukturmaßnahmen wie dem Squeeze out nicht vergleichbar ist. Die Annahme des Erwerbsangebots beruht auf einer freien Entscheidung des Aktionärs, während er sich bei einem Squeeze out der Mehrheitsentscheidung der vom Hauptaktionär dominierten Hauptversammlung beugen muss.

### **193**

(2) Nichts anderes gilt auch für gezahlte Vorerwerbspreise beim Erwerb eigener Aktien durch die m... AG. Auch diese sind für die Angemessenheit der Barabfindung ohne Bedeutung. Dies ergibt sich vorliegend bereits aus der Erwägung heraus, dass der letzte Erwerb eigener Aktien im Jahr 2015 erfolgte und damit gerade nicht die Verhältnisse zum Stichtag der Hauptversammlung widerspiegeln kann. Zum anderen muss gesehen werden, dass die eigenen Aktien bei der Bemessung der Barabfindung entsprechend den obigen Erwägungen unberücksichtigt bleiben.

### **194**

Folglich besteht auch keine Veranlassung für das Gericht, Ermittlungen zur Höhe von Vorerwerbspreisen anzustellen oder eine auf § 7 Abs. 7 SpruchG gestützte Anordnung der Vorlage oder auch nur der Nennung gezahlter Vorerwerbspreise zu erlassen. Abgesehen davon hat der Antragsgegner in seiner Erwiderung jedenfalls den Preis für die im Jahr 2015 erworbenen eigenen Aktien in der Antragserwiderung genannt.

### **195**

c. Über Brand- bzw. Feuerversicherungswerte lässt sich eine höhere Barabfindung nicht rechtfertigen, weil deren Umfang nicht geeignet ist, um den Unternehmenswert zu ermitteln. Aus den Werten der Brandversicherung kann keinerlei Rückschluss auf den aktuellen Verkehrswert eines Grundstücks gezogen werden, wie der Kammer aus einem anderen Spruchverfahren über die Bewertung einer Immobiliengesellschaft bekannt ist. Die Brandversicherung deckte – namentlich während der Zeit des Brandversicherungsmonopols – auch den Widerherstellungswert ebenso ab wie beispielsweise Mietausfallschäden, die mit dem ursprünglichen Herstellungskosten nicht in Zusammenhang stehen. Nach dem Ende des Brandversicherungsmonopols gegen Ende des 20. Jahrhunderts kam es zum Auftreten der (privaten) Versicherungsunternehmen in diesem Markt, die vor allem auch Kombipakete mit Hagel, Sturm, Brand und Leitungswasserschaden angeboten haben. Angesichts des ausgelaufenen Brandversicherungsmonopols kann zu dem hier alleine maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 22.3.2017 ein Rückschluss weder auf den Sach- noch den Verkehrswert gezogen werden, weil versicherungsfremde Einflüsse hinzugekommen sind.

### **196**

Angesichts dessen konnten die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung als € 136,- je Aktie keinen Erfolg haben.

III.

### **197**

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten ergibt sich aus § 15 Abs. 2 Satz 1 und Satz 2 SpruchG. Schuldner der Gerichtskosten ist nach der Grundsatzregelung aus § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG nur der Antragsgegner. Allerdings können die Kosten ganz oder zum Teil dem Antragssteller auferlegt werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Für eine Anwendung dieser Ausnahmebestimmung in § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG ist kein Raum. Es entspricht nicht der Billigkeit, die Gerichtskosten ganz oder teilweise den Antragstellern aufzuerlegen, auch wenn die Anträge keinen Erfolg hatten. Angesichts des Erfordernisses

einer Beweisaufnahme zu einigen wesentlichen Parametern der Unternehmensbewertung kann nicht von einer offensichtlichen Aussichtslosigkeit der Anträge ausgegangen werden – allenfalls dies würde eine vom Regelfall abweichende Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten rechtfertigen.

**198**

b. Bezuglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 SpruchG.

**199**

(1) Nach dieser Vorschrift 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 kann vorliegend nicht ausgegangen werden, weil die Anträge in der Sache keinen Erfolg hatten. Die Kammer hält mit Blick auf die nunmehr entgegenstehende Auffassung des Oberlandesgerichts München im Beschluss vom 11.3.2020, Az. 31 Wx 341/17 (AG 2020, 440, 444 f. = ZIP 2020, 761, 762 ff. = WM 2020, 1028, 1034 ff.) an ihrer bisher vertretenen Auffassung zur Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin nicht mehr fest. Das Oberlandesgericht München begründet seine Auffassung im Wesentlichen damit, aus der Gesetzgebungsgeschichte (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 18) ergebe sich der Wille des Gesetzgebers, dass im Falle des Unterliegens die Antragsteller ihre Kosten zu tragen hätten. Eine regelmäßige Kostentragungspflicht der Antragsgegnerin widerspreche danach dem Willen des Gesetzgebers, wonach die Kostentragungspflicht der Antragsteller im Falle des Unterliegens die Regel darstellen soll. Auch weist das Oberlandesgericht München neben diesem Argument darauf hin, dass mit der Verteilung verbundene Kostenrisiko sei keinesfalls existenzbedrohend – ein Rechtsschutzverlust ist mit dieser Regelung nicht verbunden, weil sich die Antragsteller im Spruchverfahren nicht zwingend anwaltlich vertreten lassen müssen und an die Antragsbegründungspflicht vergleichsweise niedrige Anforderungen zu stellen sind. Infolge der Berechnung der Anwaltsgebühren auf der Grundlage von § 31 RVG und nicht aus dem vollen Geschäftswert ist das Kostenrisiko zudem überschaubar, weshalb eine unzulässige Verkürzung des Rechtsschutzes nicht angenommen werden kann. Die allgemeine formulierte Vorschrift des § 81 Abs. 1 FamFG findet angesichts der Spezialregelung in § 15 Abs. 4 SpruchG a.F., die im Wesentlichen der Neuregelung in § 15 Abs. 2 SpruchG entspricht, keine Anwendung. Besondere Gründe, die eine hiervon abweichende Entscheidung rechtfertigen könnten, sind vorliegend nicht erkennbar.

**200**

(2) Der Antragsgegnerin steht indes kein Kostenerstattungsanspruch gegen die Antragsteller zu. Hierfür besteht keine Rechtsgrundlage, weil § 15 Abs. 4 SpruchG a.F. eine abschließende Regelung enthält und dort eine Erstattungspflicht hinsichtlich der außergerichtlichen Kosten des Antragsgegners durch die Antragsteller nicht vorgesehen ist (so ausdrücklich BGH NZG 2012, 191, 193 f. = AG 2012, 173, 174 f. = ZIP 2012, 266, 268 f. = WM 2012, 280, 282 f. = DB 2012, 281, 282 f. = MDR 2012, 293 f.; OLG Frankfurt AG 2012, 417, 422 = Der Konzern 2012, 199, 211; LG München I, Beschluss vom 27.6.2014, Az. 5HK O 7819/09; Beschluss vom 31.7.2015, Az. 5HK O 16371/13; Drescher in: BeckOGK, Stand 1.2.2021, § 15 SpruchG Rdn. 26; Klöcker/Wittgens in: Schmidt/Lutter, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 21; Hüffer/Koch, AktG, a.a.O., § 15 SpruchG Rdn. 6; Steinle/Liebert/Katzenstein in: Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts, Band 7 – Gesellschaftsrechtliche Streitigkeiten (Corporate Litigation), a.a.O., § 34 Rdn. 74).

**201**

2. Die Entscheidung über den Geschäftswert hat ihre Grundlage in § 74 GNotKG. Da die Anträge keinen Erfolg hatten, war der Mindestgeschäftswert von € 200.000,- festzusetzen.

**202**

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.