

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH, Anna-Schneider-Steig 22, 50678 Köln

**Vorab per Telefax: 0421 496 4851**

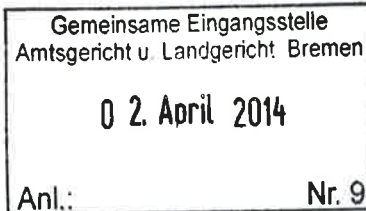
Landgericht Bremen  
Gerichtshaus  
Domsheide 16  
Zimmer 131  
28195 Bremen



Dr. Eberhard Vetter  
Rechtsanwalt  
Telefon +49 (221) 9937 25788  
eberhard.vetter@luther-lawfirm.com

Sekretariat:  
Janine Wick  
Telefon +49 (221) 9937 25729  
Telefax +49 (221) 9937 110  
janine.wick@luther-lawfirm.com

www.luther-lawfirm.com



Köln, 31. März 2014

Unser Zeichen: EVE/JWI

M:\Clients\Z\ZEG001\Spruchverfahren\LG Bremen\Antragserwiderung\140331\_Antragserwiderung\_ENTWURF.docx

In Sachen

**Thomas Zürn u.a.**

g e g e n

**Zech Group GmbH**

**Az.: 13 O 147/2013 (führendes Verfahren)**

nehmen wir Stellung zu den Anträgen der Antragsteller zu 1 bis 111. Wir beantragen wie folgt zu erkennen.

- 1. Die Anträge werden abgewiesen.**
- 2. Die Kosten des Verfahrens werden den Antragstellern auferlegt.**

Zu Erleichterung der Übersicht stellen wir unseren Ausführungen ein Inhaltsverzeichnis voran.

A.	Unzulässigkeit der Anträge .....	4
I.	Antragsfrist, § 4 Abs. 1 SpruchG.....	4
II.	Antragsbegründung, § 4 Abs. 2 SpruchG.....	5
1.	Darlegung der Antragsberechtigung .....	5
a)	Anforderungen an die Darlegung der Antragsberechtigung.....	5
b)	Bezugnahme auf Ausbuchung irrelevant.....	6
c)	Nicht stichtagsbezogene Behauptung der Aktionärseigenschaft nicht ausreichend .....	8
d)	Zwischenergebnis .....	8
2.	Nachweis der Antragsberechtigung .....	8
3.	Konkrete Einwendungen .....	9
a)	Hohe Anforderungen an konkrete Bewertungsrügen.....	9
b)	Mangels konkreter Bewertungsrügen unzulässige Anträge.....	12
c)	Höhe des relevanten Barabfindungsbetrages .....	12
III.	Zwischenergebnis zur Zulässigkeit .....	14
B.	Unbegründetheit der Anträge .....	15
I.	Formelle Aspekte .....	15
1.	Antrag zur Vorlage sämtlicher Unterlagen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren.....	15
2.	Antrag zur Aufschlüsselung der Projekte der Beteiligungsunternehmen .....	15
3.	Antrag zur Belegung der Verkehrswerte der einzelnen Immobilien .....	17
4.	Antrag zur Einholung eines unabhängigen Gutachtens.....	17
II.	Materielle Einwendungen.....	18
1.	Kapitalisierungszinssatz.....	19
a)	Basiszinssatz .....	21
b)	Risikozuschlag / Marktrisikoprämie .....	25
c)	Betafaktor .....	30
d)	Wachstumsabschlag.....	36

2.	Börsenkurs .....	39
3.	Markenwert .....	40
4.	Planungsrechnung .....	41
a)	Anpassung der Planung rechtmäßig .....	41
b)	Planung auch im Übrigen ordnungsgemäß .....	42
5.	Nachhaltiges Ergebnis / Ewige Rente .....	46
6.	Nicht betriebsnotwendiges Vermögen .....	49
7.	Ausschüttung / Thesaurierung .....	50
8.	Bereinigung der Ist-Zahlen .....	53
9.	Darlehen .....	53
10.	Verlustvorträge .....	54

[1] Die Anträge sind unzulässig, jedenfalls aber unbegründet.

**A. Unzulässigkeit der Anträge**

**I. Antragsfrist, § 4 Abs. 1 SpruchG**

[2] Gemäß § 4 Abs. 1 Satz 1 Nr. 3 SpruchG kann in den Fällen des § 1 Nr. 3 SpruchG der Antrag auf gerichtliche Entscheidung nur binnen drei Monaten seit dem Tag gestellt werden, an dem die Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister nach § 10 HGB bekannt gemacht worden ist. Da der Übertragungsbeschluss vorliegend am 29. Mai 2013 bekannt gemacht wurde, endete die Antragsfrist am 29. August 2013.

[3] Die Antragsfrist ist nur gewahrt, wenn die Antragschrift, die auch den Anforderungen des § 4 Abs. 2 SpruchG Rechnung trägt, vor Fristablauf beim zuständigen Gericht eingeht.

OLG München NZG 2010, 306, 307; OLG Frankfurt NZG 2009, 1225; Hüffer, AktG, 10. Aufl. 2012, § 305 Anh, § 4 SpruchG Rz. 5; Klöcker, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 8.

[4] Aus den der Antragsgegnerin zugestellten Anträgen war hinsichtlich der Antragsteller zu 59-111 nicht ersichtlich, dass der Eingang beim Landgericht Bremen innerhalb der Antragsfrist erfolgt ist.

[5] Insoweit bestreitet die Antragsgegnerin mit Nichtwissen den fristwahren Antragseingang dieser Antragsteller beim zuständigen Landgericht Bremen.

[6] Rein vorsorglich sei zudem darauf hingewiesen, dass der Eingang des Antrags bei einem sachlich und/oder örtlich unzuständigen Gericht nicht fristwährend ist. Die der Antragsgegnerin vorliegenden Schriftsätze der Antragsteller zu 84, 96 und 111 weisen keinen gerichtlichen Eingangsstempel auf. Ferner ergibt sich aus den Telefaxschreiben dieser Antragsteller auch nicht, dass sie

an die Telefaxnummer des Landgerichts Bremen gefaxt worden sind. Die Antragsgegnerin bestreitet daher auch vor diesem Hintergrund mit Nichtwissen den fristwahrenden Eingang der Anträge der Antragsteller zu 84, 96 und 111 beim zuständigen Landgericht Bremen. Im Übrigen wird darauf hingewiesen, dass der der Antragsgegnerin vorliegende Schriftsatz des Antragstellers zu 96 unvollständig ist. Es liegen der Antragsgegnerin insoweit nur die ersten vier Seiten vor.

## **II. Antragsbegründung, § 4 Abs. 2 SpruchG**

[7] Gemäß § 4 Abs. 2 Satz 1 SpruchG muss der Antragsteller den Antrag innerhalb der Antragsfrist nach § 4 Abs. 1 SpruchG begründen, wobei die Antragsbegründung die in § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG genannten Anforderungen zu erfüllen hat. Anträge, die die Angaben nach § 4 Abs. 2 Satz 2 SpruchG nicht enthalten, sind als unzulässig zurückzuweisen.

OLG Frankfurt AG 2007, 448; OLG München AG 2009, 337, 338; OLG Stuttgart NZG 2004, 1162, 1163 f.; *Hüffer*, AktG, 10. Aufl. 2012, § 305 Anh, § 4 SpruchG Rz. 5, 9; *Volhard*, in: *Semler/Stengel*, UmwG/SpruchG, 3. Aufl. 2012, § 4 SpruchG Rz. 14; *Wasmann*, in: *Kölner Kommentar AktG*, Band 9 SpruchG, 3. Aufl. 2013, § 4 Rz. 10.

### **1. Darlegung der Antragsberechtigung**

[8] Gemäß § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG hat die Antragsbegründung die Darlegung der Antragsberechtigung nach § 3 SpruchG zu enthalten.

#### **a) Anforderungen an die Darlegung der Antragsberechtigung**

[9] An die Darlegung der Antragsberechtigung werden hohe Anforderungen gestellt.

*Emmerich*, in: *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl. 2013, § 3 SpruchG Rz. 14.

[10] Die Antragsberechtigung setzt die Aktionärseigenschaft des Antragstellers zum maßgeblichen Zeitpunkt voraus. Der Antragsteller darf seinen Vortrag nicht auf die Behauptung beschränken, Aktionär gewesen zu sein. Im Falle eines Squeeze-out muss der Antragsteller substantiiert darlegen, zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses Aktionär gewesen zu sein.

OLG Hamburg AG 2004, 622; OLG Frankfurt ZIP 2008, 1036, 1037; OLG Frankfurt ZIP 2008, 1039; *Kubis*, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 14, § 3 SpruchG Rz. 11; *Hüffer*, AktG, 10. Aufl. 2012, § 305 Anh, § 3 SpruchG Rz. 3, 6; *Klöcker*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 3 SpruchG Rz. 10, § 4 SpruchG Rz. 17; *Wasmann*, in: Kölner Kommentar AktG, Band 9 SpruchG, 3. Aufl. 2013, § 3 Rz. 11; *Drescher*, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl. 2010, § 3 SpruchG Rz. 9.

[11] Der Übertragungsbeschluss wurde am 29. Mai 2013 im Handelsregister der Deutsche Immobilien Holding Aktiengesellschaft (nachfolgend „DIH AG“) eingetragen. Die Darlegung der Antragsberechtigung durch die Antragsteller hatte sich somit auf den 29. Mai 2013 zu beziehen.

[12] Vor diesem Hintergrund sind die Anträge der Antragsteller zu 1, 3, 4, 83 und 110 unzulässig.

#### **b) Bezugnahme auf Ausbuchung irrelevant**

[13] Die Antragsteller zu 1, 3, 4 und 83 haben im Rahmen der Antragsbegründung nicht dargelegt, im Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister Aktionär der DIH AG gewesen zu sein.

[14] Aus dem Vortrag der Antragsteller zu 1, 3, 4 und 83 geht insoweit nicht hervor, ob sie im allein maßgeblichen Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses (29. Mai 2013) Aktionär waren oder erst nach Eintragung Aktionär geworden sind. Ein Handel mit Aktien bleibt nämlich auch nach Ein-

tragung möglich, die Aktionärsstellung kann mithin auch noch nach Eintragung des Ausschlusses in das Handelsregister erworben werden.

OLG Hamburg AG 2004, 622; *Drescher*, in: Spindler/Stilz, AktG, 2. Aufl. 2010, § 3 SpruchG Rz. 20.

[15] In diesem Fall erwirbt der Aktionär einen durch Eintragung kraft Gesetzes entstandenen und durch die Aktie verbrieften Abfindungsanspruch.

OLG Düsseldorf NZG 2005, 895, 896; *Krieger/Mennicke*, in: Lutter, UmwG, 4. Aufl. 2009, § 3 SpruchG Rz. 9.

[16] Vor diesem Hintergrund ist eine Bestätigung über eine Aktienausbuchung – wie von den Antragstellern zu 1, 3 und 83 vorgelegt – nicht ausreichend.

LG Frankfurt NZG 2005, 323, 324 f.

[17] Der Antragsteller zu 4 verweist in seinem Schriftsatz ebenfalls auf eine Ausbuchungsbescheinigung, hat diese jedoch dem Schriftsatz für die Antragsgegnerin nicht beigelegt.

[18] Die Aktionärsstellung zum maßgeblichen Zeitpunkt (Eintragung des Übertragungsbeschlusses im Handelsregister) ergibt sich gerade auch nicht mittelbar aus dem Hinweis auf eine erfolgte Ausbuchung. Denn eine Ausbuchung erfolgt sowohl bei Aktionären, deren Aktionärsstellung bereits im Zeitpunkt der Eintragung der Maßnahme bestand, als auch bei solchen, die erst nach Eintragung der Maßnahme Aktionär geworden sind und die Aktie als verbrieften Abfindungsanspruch erworben haben.

OLG Hamburg AG 2004, 622.

**c) Nicht stichtagsbezogene Behauptung der Aktionärseigenschaft nicht ausreichend**

[19] Der Antragsteller zu 4 hat seine Antragsberechtigung auch nicht durch die Formulierung „Der Antragsteller war Aktionär der Deutschen Immobilien Holding AG“ dargelegt. Gleiches gilt für die Formulierung des Antragstellers zu 110 „Als Minderheitsaktionär bin ich direkt von dem Squeeze Out bei der DIH AG durch die Hauptaktionärin betroffen“.

[20] Aus diesen Aussagen kann nicht geschlossen werden, dass der jeweilige Antragsteller zum Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister am 29. Mai 2013 Aktionär der DIH AG war.

**d) Zwischenergebnis**

[21] Es steht somit fest, dass die Anträge der Antragsteller zu 1, 3, 4, 83 und 110 mangels Darlegung der Antragsberechtigung unzulässig sind.

**2. Nachweis der Antragsberechtigung**

[22] Die Antragsteller zu 1, 3-6, 12, 13, 23-25, 30, 31, 33, 34, 43-54, 56, 57, 59, 60, 67, 75, 83-85, 96, 97, 110 und 111 haben ihre Antragsberechtigung zum maßgeblichen Zeitpunkt der Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister nicht nachgewiesen, da sie entweder – teilweise entgegen entsprechender Behauptung im Schriftsatz – gar keinen Nachweis vorgelegt haben oder sich dieser nicht auf den maßgeblichen Zeitpunkt bezog. Es wird daher bestritten, dass diese Antragsteller zum relevanten Zeitpunkt Aktionäre der DIH AG waren.

[23] Der Vollständigkeit halber sei in diesem Zusammenhang darauf hingewiesen, dass die Vorlage einer nicht unterzeichneten und teilweise durch Schwärzungen veränderten Wertpapierabrechnung – wie z.B. vom Antragsteller zu 5 vorgelegt – als Nachweis nicht ausreichend ist.



OLG Hamburg AG 2005, 853; *Klöcker*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 3 SpruchG Rz. 33.

[24] Die Antragsteller zu 19-22 haben den Nachweis über die Antragsberechtigung ausweislich ihres Schriftsatzes nur für das Gericht beigelegt. Die Antragsberechtigung dieser Antragsteller wird daher mit Nichtwissen bestritten.

### **3. Konkrete Einwendungen**

[25] Nach § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG haben die Antragsteller konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation nach § 1 SpruchG oder gegen den als Grundlage derselben ermittelten Unternehmenswert vorzubringen, soweit hierzu Angaben in den in § 7 Abs. 3 SpruchG genannten Unterlagen enthalten sind.

#### **a) Hohe Anforderungen an konkrete Bewertungsfragen**

[26] § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG soll das Stellen missbräuchlicher Anträge verhindern.

[27] Der Wille des Gesetzgebers, hier eine Hürde aufzubauen, muss deshalb auch konsequenterweise dazu führen, dass diese Hürde nicht durch andere Schlupflöcher im Gesetz umgangen oder übersprungen werden kann. Die Anforderungen an die konkrete Bewertungsfrage sind im Hinblick auf die genannte gesetzgeberische Zielsetzung hoch.

KG NZG 2012, 1427, 1428; KG ZIP 2009, 1714, 1716; KG NZG 2008, 469, 470; *Weingärtner*, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 4 SpruchG Rz. 16.

[28] Es sind insoweit strenge Maßstäbe anzulegen; ansonsten führt die Praxis lediglich dazu, dass anstelle des bisherigen Faxantrags mit einer Seite nur ein längerer Schriftsatz mit formelhaften, aus jedem Gutachten und Unternehmensbericht abzuleitenden Standardfragen getreten ist.

*Weingärtner*, in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2011, § 4 SpruchG Rz. 16.

[29] Die Vorschrift des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG erfordert das Vorbringen substantzierter Einwendungen. Der Antragsteller muss sich mit der Bewertung im Einzelnen auseinandersetzen und genau angeben, auf welche Gründe er sein Vorhaben stützt.

*Hüffer*, AktG, 10. Aufl. 2012, § 305 Anh, § 4 SpruchG Rz. 8; *Wasmann*, in: Kölner Kommentar AktG, Band 9 SpruchG, 3. Aufl. 2013, § 4 Rz. 17; *Wittgens*, NZG 2007, 853, 854; *Klöcker*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 26.

[30] Pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen genügen als Bewertungsrüge hingegen nicht.

OLG Frankfurt AG 2007, 448, 449; KG AG 2008, 451; KG ZIP 2009, 1714, 1716; LG München ZIP 2010, 1995, 1996; *Hüffer*, AktG, 10. Aufl. 2012, § 305 Anh, § 4 SpruchG Rz. 8; *Klöcker*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 26; *Emmerich*, in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl. 2013, § 4 SpruchG Rz. 18; *Wasmann*, WM 2004, 819, 823; *Wittgens*, NZG 2007, 853, 854.

[31] Ist ein Gutachten über den Unternehmenswert Streitgegenstand, so sind Einwendungen nur dann ausreichend substantiiert, wenn angegeben ist, welcher Teil des Gutachtens aus welchen Gründen beanstandet wird. Macht der Antragsteller geltend, dass die vom dem Gutachter gewählte Methode unzulässig und unvertretbar ist, hat er dies unter Hinweis auf genaue Fundstellen nachvollziehbar darzulegen.

*Klöcker*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 26.

[32] Nicht ausreichend sind Standardbewertungsrügen, wenn beispielsweise ohne nähere Begründung der Basiszinssatz als zu hoch, der Wachstumsabschlag als zu niedrig, der Risikozuschlag als unzutreffend, die Zukunftsplanung als zu pessimistisch oder die Planzahlen als falsch beanstandet werden.

Vgl. *Hüffer*, AktG, 10. Aufl. 2012, § 305 Anh, § 4 SpruchG Rz. 8; *Wittgens*, NZG 2007, 853, 854; *Krieger/Mennicke*, in: Lutter, UmwG, 4. Aufl. 2009, § 4 Rz. 14; *Ederle/Theusinger*, in: *Bürgers/Körber*, AktG, 2. Aufl. 2011, § 4 SpruchG/Anh § 306 Rz. 9.

[33] Durch das Erfordernis konkreter Einwendungen soll somit vermieden werden, dass mit pauschalen und unspezifischen Rügen gleichsam „ins Blaue hinein“ ein aufwendiges und kostenträchtiges Spruchverfahren in Gang gesetzt werden kann. Der Amtsermittlungsgrundsatz ist insofern zum Zweck der Verfahrensbeschleunigung eingeschränkt worden.

KG NZG 2012, 1427, 1428; OLG Frankfurt NZG 2006, 674, 675; OLG München NZG 2009, 190, 191.

[34] Dies gilt selbst dann, wenn der Antragsgegner nachträglich das Abfindungsangebot spürbar erhöht.

OLG München NZG 2009, 190, 191; KG ZIP 2009, 1714, 1715; *Emmerich*, in *Emmerich/Habersack*, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl. 2013, § 4 SpruchG Rz. 18.

[35] Erhöht der ausgleichspflichtige Mehrheitsaktionär im Vergleichswege die Barabfindung, trägt der Antragsteller im anschließenden Spruchverfahren eine erhöhte Begründungslast, konkret darzulegen, wieso die erhöhte Barabfindung unangemessen sein soll.

KG ZIP 2009, 1714; *Klöcker*, in: *K. Schmidt/Lutter*, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 22.

**b) Mangels konkreter Bewertungsrügen unzulässige Anträge**

[36] Die im Folgenden genannten Anträge weisen nicht das vom Gesetzgeber geforderte Mindestmaß an konkreten Einwendungen gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert auf.

[37] Dies betrifft zunächst die Antragsteller zu 7, 8, 19-22, 38, 68-71, 84, 96 die sich nur formelhaft mit den üblicherweise bei Unternehmensbewertungen gewählten Bewertungsgrundlagen auseinandersetzen, ohne in ausreichendem Maße auf den hier relevanten Fall einzugehen. Die von den genannten Antragstellern vorgetragenen Rügen erschöpfen sich darin, dass die zutreffend vom Bewertungsgutachter zugrunde gelegten Parameter pauschal als „zu hoch“ bzw. „zu niedrig“ angesetzt seien. Die vom Gesetzgeber nunmehr ausdrücklich geforderte konkrete Auseinandersetzung mit der angegriffenen Maßnahme findet hierbei nicht statt.

[38] Der Antragsteller zu 111 verweist nur in einem Satz auf das Gutachten des gerichtlich bestellten Gutachters, ohne irgendeine eigene Begründung anzuführen. Auch dies genügt offenkundig nicht den gesetzlichen Anforderungen, wonach sich der Antragsteller mit der Bewertung im Einzelnen auseinandersetzen und genau angeben muss, auf welche Gründe er sein Vorhaben stützt.

**c) Höhe des relevanten Barabfindungsbetrages**

[39] Sofern in einem Prozessvergleich die von der Hauptversammlung beschlossene Barabfindung bei einem Squeeze-out erhöht wurde, so ist in dem anschließenden Spruchverfahren die erhöhte Barabfindung Maßstab dafür, ob der Betrag angemessen ist. Setzt sich ein Antragsteller nur mit dem ursprünglichen Angebot auseinander, fehlt es an konkreten Einwendungen im Sinne des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG.

LG Stuttgart, Beschl. v. 29. Juni 2011 – 31 O 179/08 KfH AktG,  
BeckRS 2013, 02124; LG München I, Beschl. v. 30. Dezember  
2009 – 5 HKO 15646/02, BeckRS 2010, 06550; KG ZIP 2009,  
1714, 1715; OLG München, NZG 2007, 635; *Drescher*, in: Spind-

ler/Stilz, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 22; Klöcker, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 22.

[40] Vorliegend wurde mit Prozessvergleich vom 14. Mai 2013, aus dem sämtliche Minderheitsaktionäre der DIH AG anspruchsberechtigt sind, die im Übertragungsbeschluss festgelegte Barabfindung von 1,72 Euro je auf den Inhaber lautende Stückaktie der DIH AG um 1,03 Euro auf 2,75 Euro je auf den Inhaber lautende Stückaktie der DIH AG erhöht.

**Beweis:** Prozessvergleich vom 14. Mai 2013 (ist dem Gericht bekannt).

[41] Vor diesem Hintergrund sind die Anträge derjenigen Antragsteller, die sich nicht gegen die im Rahmen des Prozessvergleichs festgelegte Barabfindung in Höhe von 2,75 Euro wenden, unzulässig.

[42] Unzulässig sind somit die Anträge der Antragsteller zu 5-8, 28, 38, 53, 56, 61-63, 74-78, 80, 96, 98-105, 110 und 111, da sie nicht die Anforderungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG erfüllen.

- Der Antragsteller zu 5 erwähnt zwar, dass die Abfindung im Rahmen eines Vergleichs auf 2,75 Euro je Aktie erhöht wurde, jedoch verlangt er lediglich die Feststellung, dass die vom „Hauptaktionär festgesetzte Barabfindung“ nicht angemessen ist (Seite 3 des Schriftsatzes der Antragstellers zu 5). Festgesetzt – also einseitig festgelegt – hatte die Antragsgegnerin jedoch eine Abfindung in Höhe von 1,72 Euro je Aktie.
- Der Antragsteller zu 6 führt lediglich aus, dass die „von der Antragsgegnerin festgelegte Barabfindung in Höhe von EUR 1,72 je auf den Inhaber lautender Stückaktie“ nicht angemessen sei, da sie keine volle wirtschaftliche Entschädigung für den Verlust der Rechtsposition eines Aktionärs gewähre (Seite 4 des Schriftsatzes des Antragstellers zu 6).
- In gleicher Weise bemängelt auch der Antragsteller zu 80 lediglich, dass die „von der Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung“ nicht angemessen sei (Seite 2 des Schriftsatzes des Antragstellers zu 80).

- Die Antragsteller zu 7, 8 und 38 verlangen ebenfalls nur die Überprüfung der „angebotenen Barabfindung“, ohne auf die durch den Vergleich vereinbarte Barabfindung in Höhe von 2,75 je Aktie Bezug zu nehmen.
- Auch die Antragsteller zu 61-63, 74-78, 98-105 und 110 erwähnen den Prozessvergleich über einen Betrag von 2,75 Euro je Aktie nicht und verlangen nur die Bestimmung einer angemessenen Barabfindung.
- In dem Schriftsatz des Antragstellers zu 111 heißt ausdrücklich: *„Den Minderheitsaktionären wurde für jede Aktie eine Barabfindung in Höhe von 1,72 Euro als angemessene Gegenleistung angeboten. Das ist nicht angemessen.“*
- Hinsichtlich des Antragstellers zu 28 festzuhalten, dass er zwar in Bezug auf den Abfindungsbetrag von 2,75 Euro je Aktie wissen möchte, wie sich dieser zusammensetzt. Er spricht jedoch nicht davon, dass dieser Betrag nicht angemessen sei, so dass auch sein Vortrag den Anforderungen des § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 SpruchG nicht genügt. Gleiches gilt für den Antragsteller zu 96, der lediglich darauf verweist, dass die Abfindung von 2,75 Euro je Aktie *„nicht belegt“* sei.
- Der Antragsteller zu 53 und 56 erklären ausdrücklich, dass die ausgezahlte Barabfindung in Höhe von 2,75 Euro je Aktie für das Spruchverfahren ohne Belang sei, da der Anfechtungsvergleich den Hauptversammlungsbeschluss nicht abändere und die Abfindungserhöhung um 1,03 Euro lediglich als Vorauszahlung auf eine Erhöhung im Spruchverfahren zu betrachten sei (jeweils Seite 3 des Antragschriftsatzes).

### III. Zwischenergebnis zur Zulässigkeit

[43] Nach alledem sind die Anträge der Antragsteller zu 1, 3-8, 12, 13, 19-25, 30, 31, 33, 34, 38, 43-54, 56, 57 und 59-111 bereits unzulässig.

## **B. Unbegründetheit der Anträge**

[44] Soweit die Anträge nicht bereits unzulässig sind, sind sie unbegründet.

[45] Die festgelegte Barabfindung ist angemessen. Die Festlegung der Barabfindung erfolgte unter Berücksichtigung der Ergebnisse einer Unternehmensbewertung der DIH AG, die auf Basis der gefestigten und von der Rechtsprechung allgemein anerkannten Grundsätze der Unternehmensbewertung durchgeführt wurde. Jedenfalls kann keine Erhöhung der Barabfindung über den im Rahmen des Prozessvergleichs vom 14. Mai 2013 festgelegten Betrag von EUR 2,75 je Aktie hinaus verlangt werden.

[46] Die von den Antragstellern vorgebrachten materiellen Einwendungen sind unzutreffend und daher unerheblich. Auch die formellen Anträge und weiteren formellen Anmerkungen der Antragsteller gehen ins Leere.

### **I. Formelle Aspekte**

#### **1. Antrag zur Vorlage sämtlicher Unterlagen, die Grundlage der Unternehmensbewertung waren**

[47] Angesichts der umfassenden Darstellung der durchgeführten Unternehmensbewertung durch den Bewertungsgutachter und der weiteren Ausführungen des gerichtlich bestellten Prüfers in seinem Bericht kommt die pauschale Vorlage sämtlicher Unterlagen der Unternehmensbewertung nicht in Betracht. Dazu wird zusätzlich auch auf § 7 Abs. 7 Satz 2 SpruchG und die nachfolgende Begründung zur vertraulichen Behandlung der Geschäfts- und Betriebsgeheimnisse der DIH verwiesen.

#### **2. Antrag zur Aufschlüsselung der Projekte der Beteiligungsunternehmen**

[48] Dem Antrag zur Aufschlüsselung der Projekte der Beteiligungsunternehmen der DIH ist § 7 Abs. 7 Satz 2 SpruchG aus mehreren Gründen nicht zu entsprechen.

[49] Gegenstand des Verfahrens ist die Bewertung der DIH AG als Ganzes. Das Ergebnis der Projektstätigkeit ihrer Beteiligungsunternehmen ist in die Planungsrechnung eingegangen, die der gerichtlich bestellte Prüfer für plausibel und aussagekräftig gehalten hat.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 42.

[50] Zudem kommt eine Aufschlüsselung der Projekte der Beteiligungsunternehmen der DIH gegenüber den Antragstellern auch aus Gründen des Schutzes vertraulicher Daten und Betriebsgeheimnisse der DIH nicht in Betracht. Die DIH AG hat im Rahmen des Bewertungsverfahrens gegenüber dem gerichtlich bestellten Prüfer die Projekte und die zugrundeliegende Kalkulation sowie die sonstigen Berechnungen offengelegt. Hierbei handelt es sich um sensible Daten, die das Herzstück der DIH AG darstellen. Diese Daten stellen die zentralen Betriebs- und Geschäftsgeheimnisse der DIH dar, deren Offenlegung gegenüber den Antragstellern die Gefahr begründen, dass sie auch Wettbewerbern der DIH oder aktuellen Nutzern (Mieter) der Objekte bzw. künftigen Mietinteressenten der DIH bekannt werden. Damit wäre eine massive Beeinträchtigung der weiteren Geschäftstätigkeit der DIH verbunden. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die DIH im Regelfall nicht Alleingesellschafter der Beteiligungsgesellschaften ist, sondern die Projekte gemeinsam mit Geschäftspartnern durchführt. Diese Vorgehensweise bildet das Geschäftsmodell der DIH. Bei einer Offenlegung und Aufschlüsselung der Projekte der Beteiligungsunternehmen ist dieses Geschäftsmodell in hohem Maße gefährdet. Darüber hinaus setzt sich die DIH, die gegenüber den Geschäftspartnern vertraglich zur vertraulichen Behandlung aller Geschäftsinterna verpflichtet ist, der Gefahr der Inanspruchnahme auf Schadensersatz durch die Geschäftspartner aus. Die Aufschlüsselung der Projekte der Beteiligungsunternehmen der DIH gegenüber den Antragstellern kommt als vertraulicher Vorgang gemäß § 7 Abs. 7 Satz 2 SpruchG nicht in Betracht.

[51] Es wird deshalb beantragt, den Antrag auf Aufschlüsselung der Projekte der Beteiligungsunternehmen zurückzuweisen.



### **3. Antrag zur Belegung der Verkehrswerte der einzelnen Immobilien**

[52] Der Antrag zu Belegung der Verkehrswerte der einzelnen Immobilien geht ins Leere.

[53] Gegenstand des Verfahrens ist die Bewertung der DIH AG als Ganzes. Eine isolierte Betrachtung einzelner Vermögensgegenstände der DIH AG findet im Rahmen der Unternehmensbewertung gerade nicht statt. Die DIH AG verfügt zudem über kein nicht betriebsnotwendiges Vermögen. Dies hat der gerichtlich bestellte Prüfer bestätigt.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 105.

### **4. Antrag zur Einholung eines unabhängigen Gutachtens**

[54] Entgegen der Ansicht einer Reihe von Antragsstellern bedarf es weder der Bestellung eines gerichtlichen Sachverständigen zur Überprüfung der der Bewertung zugrundeliegenden Ertragszahlen und schon gar nicht der vollständigen Neubewertung durch einen neuen vom Gericht zu beauftragten Gutachter. Dies entspricht der ganz herrschenden Meinung in der Rechtsprechung.

OLG Stuttgart AG 2013, 724, 725; OLG Frankfurt AG 2011, 828, 829; BayObLG AG 2006, 41, 42; LG Frankfurt, ZIP 2009, 1322, 1324.

Eine solche Verfahrensweise stünde auch im deutlichen Widerspruch zum Regelungsziel des Spruchverfahrensgesetzes, das Spruchverfahren zu beschleunigen. Eine Bewertung des Unternehmens durch einen bislang mit der konkreten Bewertung nicht vertrauten Gutachter würde zwangsläufig zu einer erheblichen Verzögerung des gesamten Verfahrens führen, was den Interessen sämtlicher Beteiligten widerspricht. Vorrangig ist vielmehr ein Rückgriff auf den Sachverstand des sachverständigen Prüfers, den das Gericht gemäß § 327c Abs. 2 Satz 3 AktG bestellt hat, wie dies bereits in § 7 Abs. 6 und § 8 Abs. 2 Satz 1 SpruchG angelegt ist. Nur für den Fall, dass sich diese Vorgehensweise als unzureichend erweisen sollte, kommt, um dem Gericht die

Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung zu ermöglichen, ergänzend der Rückgriff auf einen weiteren Sachverständigen in Betracht.

## **II. Materielle Einwendungen**

[55] Die von den Antragstellern vorgebrachten materiellen Einwendungen sind unzutreffend.

[56] Vor der näheren Befassung mit den verschiedenen von den Antragstellern vorgebrachten Argumenten ist darauf hinzuweisen, dass es im anhängigen Verfahren nicht darum gehen kann, den einzig wahren Unternehmenswert als Abfindungsgröße für die ausgeschiedenen Minderheitsaktionäre zu finden. Es gibt weder den einzigen wahren Unternehmenswert noch gibt es nur eine einzige als richtig anerkannte Methode zur Unternehmensbewertung. Die Ermittlung der angemessenen Abfindung der Aktionäre ist eine Rechtsfrage, die vom Gericht zu entscheiden ist. Dabei hat es wegen der Unterschiede der verschiedenen Methoden der Unternehmensbewertung, die regelmäßig auch zu unterschiedlichen Ergebnissen führen, den Unternehmenswert und den für die abzufindenden Aktionäre zu bestimmenden Verkehrswert der Aktie nach einheitlicher Rechtsprechung der Obergerichte im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln. Das Gericht ist berechtigt, bei seiner Ermittlung alle Wertermittlungen heranziehen, die auf in der Wirtschaftswissenschaft anerkannten und in der Bewertungspraxis gebräuchlichen Bewertungsmethoden und methodischen Einzelfallentscheidungen beruhen. Dies gilt selbst dann, wenn diese in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur nicht einhellig anerkannt sind. Diese Vorgehensweise ist seit Jahren einhellige Auffassung in der obergerichtlichen Rechtsprechung.

OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2223; OLG Düsseldorf AG 2008, 498, 499 f.; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 726; OLG Stuttgart AG 2008, 510, 512.

Hinsichtlich der gerichtlichen Überprüfung der Angemessenheit der Abfindung der Minderheitsaktionäre der DIH ist zur Klarstellung nochmals darauf hinzuweisen, dass für die gerichtliche Beurteilung der von den Antragstellern vorge-

brachten methodischen und sonstigen Einwände abzustellen ist auf die mit Prozessvergleich vom 14. Mai 2013 gegenüber dem Übertragungsbeschluss der Hauptversammlung von 1,72 Euro um 1,03 Euro auf 2,75 Euro je auf den Inhaber lautende Stückaktie der DIH AG erhöhte Barabfindung. Das Gericht wird also bei seiner Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu entscheiden haben, ob die Abfindung der Minderheitsaktionäre in Höhe von 2,75 Euro je auf den Inhaber lautende Stückaktie der DIH AG ungeachtet der Einwände der Antragsteller angemessen ist. Dabei kann vorab festgestellt werden, dass die erhöhte Begründungslast, die im Spruchverfahren im Fall der nachträglich erhöhten Barabfindung zu verlangen ist,

KG ZIP 2009, 1714; *Klöcker*, in: K. Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl. 2010, § 4 SpruchG Rz. 22.

von den Antragstellern durch die von ihnen angeführten Argumente und ihren sonstigen Vortrag nicht erfüllt wird. Insbesondere fehlt es an der konkreten Darlegung, wieso die durch Prozessvergleich auf EUR 2,75 erhöhte Barabfindung der Minderheitsaktionäre unangemessen ist.

#### **1. Kapitalisierungszinssatz**

[57] Von verschiedenen Antragstellern wird angeführt, dass der Kapitalisierungszinssatz nicht angemessen sei. Es wird u.a. bemängelt, das zugrunde liegende Capital Asset Pricing Model (CAPM) sei nicht zur Bestimmung von Kapitalisierungszinssätzen geeignet, da es u.a. dem Anspruch der intersubjektiv nachvollziehbaren Ableitung nicht nachkomme:

[58] Der Kapitalisierungszinssatz repräsentiert die Rendite aus einer zur Investition in das zu bewertende Unternehmen adäquaten Alternativenanlage, wenn diese dem zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent ist (vgl. IDW S 1, Tz. 114). Er ergibt sich als Summe aus (risikolosem) Basiszinssatz nach Einkommensteuer und Risikozuschlag nach Einkommensteuer.

[59] Wegen des erhöhten Risikos einer Anlage in Unternehmensanteilen wird der Basiszinssatz für die Unternehmensbewertung um den Risikozuschlag erhöht, der unter Anwendung des sog. Tax-CAPM ermittelt werden kann. Der Risikozuschlag wiederum ergibt sich aus der Marktrisikoprämie (nach persönlicher Einkommensteuer) multipliziert mit dem Beta-Faktor, welcher das unternehmensindividuelle systematische Risiko relativ zum Marktportfolio (Gesamtheit aller Aktien) abbildet.

[60] Die in IDW S 1 beschriebene aktuelle Vorgehensweise bei der Bestimmung des Risikozuschlags nach dem (Tax-)CAPM ist nicht zu beanstanden. Diese Vorgehensweise hat mittlerweile eine nahezu einhellige Billigung in der obergerichtlichen Rechtsprechung erfahren.

OLG Frankfurt a.M. AG 2011, 832 ff.; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220 ff.; OLG Stuttgart AG 2012, 49 ff.; OLG Stuttgart AG 2011, 206, 209.

[61] Unter Anwendung des Tax-CAPM wurden für die DIH AG Risikozuschläge (in der ewigen Rente, so genannte Phase II) in Höhe von 3,69% für das Projektentwicklungsgeschäft und von 6,82% für das Fondsgeschäft ermittelt. Insgesamt ergab sich für die DIH AG ein Kapitalisierungszinssatz vor Wachstumsabschlag für die Phase II in Höhe von rund 5,72% für das Projektentwicklungsgeschäft bzw. 8,85% für das Fondsgeschäft.

[62] Zur Berücksichtigung des nachhaltigen Wachstums ist der Kalkulationszins in der ewigen Rente (hier: ab 2015) grundsätzlich um einen Wachstumsabschlag zu kürzen. Der Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszinssatz berücksichtigt Auswirkungen auf die finanziellen Überschüsse, die durch Preisänderungen hervorgerufen werden können und die im Rahmen einer Nominalrechnung der finanziellen Überschüsse in der Phase II nicht berücksichtigt sind. Auch diese Vorgehensweise ist in Übereinstimmung mit der obergerichtlichen Rechtsprechung nicht zu beanstanden.

OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; OLG München AG 2008, 28, 31; OLG Stuttgart AG 2008, 510, 514.

[63] Sowohl bei der Ableitung des Basiszinssatzes, der Marktrisikoprämie als auch des Beta-Faktors wurden Kapitalmarktdaten herangezogen. Der unverschuldete Beta-Faktor wurde mit 0,4 für das Projektentwicklungsgeschäft und 0,81 für das Fondsgeschäft angesetzt.

**a) Basiszinssatz**

[64] Von verschiedenen Antragstellern wird bereits angeführt, dass die Ableitung des Basiszinssatzes nicht sachgemäß sei. So sei das Heranziehen von Durchschnittszinssätzen abzulehnen. Bei einer solchen Vorgehensweise erübrige sich zudem eine Rundung auf Viertel-Prozentpunkte. Ferner seien Bundesanleihen bzw. generell öffentliche Anleihen nicht zur Bestimmung des Basiszinssatzes geeignet, was anhand der Existenz sog. Credit Default Swaps (CDS) ersichtlich sei.

[65] Aufgabe des Basiszinssatzes ist es, eine (quasi) risikofreie und fristadäquate Alternativenanlage zur Investition in das zu bewertende Unternehmen abzubilden. Langfristig erzielbare Renditen öffentlicher Anleihen mit erstklassigem Rating erfüllen diesen Anspruch grundsätzlich (vgl. IDW S 1, Tz. 116). Der Basiszinssatz wurde daher auf Grundlage von durch die Deutsche Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten nach der sog. Svensson Methode bestimmt. Damit lassen sich periodenspezifische Zinssätze (Spot Rates) berechnen, die sodann zu einem Einheitszinssatz verdichtet werden können. Das Vorgehen ist praktikabel, transparent und wird vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer empfohlen.

Empfehlung des „Fachausschusses Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft“ (FAUB) des IDW, Fachnachrichten des IDW Nr. 8/2005.

[66] Diese Vorgehensweise ist auch durch verschiedene Oberlandesgerichte anerkannt und nicht zu beanstanden.

OLG Düsseldorf AG 2012, 797, 799; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355; OLG Stuttgart AG 2008, 510, 514; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116.

[67] Bei den durch die Deutsche Bundesbank veröffentlichten Zinsstrukturdaten handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von (quasi) risikofreien Kuponanleihen, d.h. von Bundesanleihen, Bundesobligationen und Bundesschatzanweisungen, errechnet wurden. Die zugrunde liegende Zinsstrukturkurve bildet den Zusammenhang zwischen Zinssätzen und Laufzeiten ab, wie er für Zerobonds gelten würde. Die Verwendung von aus der Zinsstrukturkurve abgeleiteten fristadäquaten Zerobondfaktoren gewährleistet die gebotene Einhaltung der Laufzeitäquivalenz zwischen Alternativanlage und zu bewertenden finanziellen Überschüssen. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen und möglicher Schätzfehler wurden aus den über die drei vorangehenden Monate geschätzten Zinsstrukturkurven Durchschnittsrenditen abgeleitet. Dieses Vorgehen wird vom Berufsstand der Wirtschaftsprüfer empfohlen.

WP Handbuch 2014, Band II, Kapitel A, Rn. 355.

[68] Auch diese Verfahrensweise ist obergerichtlich anerkannt und nicht zu beanstanden.

OLG Düsseldorf AG 2012, 797, 799; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116.

[69] Sofern ein Unternehmen unter der Annahme einer zeitlich unbegrenzten Lebensdauer bewertet wird, muss streng genommen als fristadäquater Basiszinssatz die am Bewertungsstichtag beobachtbare Rendite einer zeitlich ebenfalls nicht begrenzten (quasi risikolosen) Anleihe der öffentlichen Hand angesetzt werden. In Ermangelung solcher „ewigen“ Anleihen wird als Ausgangspunkt auf die Rendite von Staatsanleihen mit langen Restlaufzeiten abgestellt. Für die dabei erforderliche Wiederanlage kann zur Orientierung die Zinsentwicklung der Vergangenheit oder die aktuelle Zinsstrukturkurve herangezogen werden.

IDW S 1, Tz. 116 f.

[70] Der alleinige Ansatz der Rendite einer 30-jährigen Anleihe als Basiszinssatz wäre nicht sachgerecht, da die Erträge aus dem Unternehmen gerade nicht auf 30 Jahre begrenzt sind. Der Bewertungsgutachter ist somit bei der Ableitung des Basiszinssatzes von einer Zinsstrukturkurve ausgegangen. Unter Anwendung der Svensson Methode stellt diese Vorgehensweise die Verwendung von laufzeitäquivalenten periodenspezifischen (hypothetischen) Zerobondrenditen sicher.

[71] Der auf Basis der Monate Oktober bis Dezember 2011 ermittelte genaue Zinssatz beträgt 2,76 %. Der auf Basis der Svensson Formel ermittelte Basiszins wurde auf Viertel-Prozentpunkte gerundet, um eine Scheingenaugigkeit der einzelnen Komponenten des Prognosekalküls zu vermeiden. Dies folgt der Empfehlung des IDW.

WP Handbuch 2014 Band II, Kapitel A, Rn. 356.

[72] Dieses Vorgehen wird auch von der oberrichterlichen Rechtsprechung nicht beanstandet.

OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355.

[73] Infolge dessen wurde im Bewertungsgutachten, welches zum 11. Januar 2012 datiert, ein Basiszins i. H. v. 2,75 % angesetzt.

[74] Der auf Basis der letzten drei vollen Monate (November 2011 bis Januar 2012) vor dem Bewertungsstichtag ermittelte genaue Zinssatz beträgt 2,64 % und ergibt in der Rundung einen anzuwendenden Basiszinssatz von 2,75 %.

[75] Der gerichtlich bestellte Prüfer hat in seiner stichtagsbezogenen Ergänzung zum 27. Februar 2012 den Basiszinssatz im Dreimonatsdurchschnitt auf den 24. Februar 2012 von vormals 2,75 % auf 2,60 % angepasst.

Stichtagsbezogene Ergänzung meines Prüfungsberichtes vom  
17. Januar 2012, Rn. 7.

[76] Entgegen diesem Vorgehen erachtete der Bewertungsgutachter den auf Basis der letzten drei vollen Monate vor dem Tag der außerordentlichen Hauptversammlung ermittelten und gerundeten Basiszinssatz von 2,75% vor persönlichen Steuern für weiterhin sachgerecht.

[77] Der Bewertungsgutachter hält dieses methodische Vorgehen in Einklang mit den Empfehlungen des IDW für angemessen, weil es keine realitätsnahe Annahme ist, einem langfristig orientierten Investor eine täglich schwankende Renditeerwartung zu unterstellen. Genau dies aber wird durch eine tagesgenaue Definition des Dreimonatsdurchschnitts suggeriert.

[78] Zusammenfassend ist festzuhalten: Die verwendete Methodik zur Ermittlung des Basiszinssatzes ist in der Rechtsprechung anerkannt. Mehrere Oberlandesgerichte wie auch das Schrifttum haben unter Anerkennung des Svensson Verfahrens festgestellt, dass nichts dagegen spricht, nach dem von der Deutschen Bundesbank angewandten Svensson Verfahren kurzfristige Marktschwankungen sowie mögliche Schätzfehler durch eine durchschnittliche Zinsstrukturkurve zu glätten und dass die Anwendung der Svensson Methode zur Ermittlung eines angemessenen Basiszinssatzes führt.

OLG Frankfurt AG 2013, 647, 649; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355; OLG Düsseldorf AG 2012, 797, 799; OLG München AG 2007, 287, 290; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116; *Großfeld*, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl. 2012, Rz. 660; *Paulsen*, in: Münchener Kommentar AktG, 3. Aufl. 2010, § 305 Rn. 112, 113.

[79] Gegen dieses Vorgehen hat der gerichtlich bestellte Prüfer im Übrigen nicht nur keine Einwände erhoben, sondern die Vorgehensweise als in der Praxis übliche Methode bezeichnet.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012 Rn. 60 f.



[80] Entgegen der Auffassung des Antragstellers zu 74 kommt eine Anpassung des Basiszinssatzes um den Spread von länderbezogenen CDS nicht in Betracht. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass Staatsanleihen, die mit einem AAA Rating versehen sind, wegen der quasi fehlenden Insolvenzfähigkeit der Emittenten regelmäßig das Kriterium der Risikofreiheit erfüllen.

*Zeidler/Tschöpel/Bertram*, CFB 2012, 78; WP Handbuch 2014, Band II, Kapitel A, Rn. 351.

[81] Darüber hinaus ist die beobachtbare Rendite deutscher Staatsanleihen weiterhin als bestmöglicher Schätzer für risikofreie Renditen anzusehen, da einerseits kein Marktversagen für den Handel mit deutschen Staatsanleihen beobachtbar ist und andererseits keine risikoärmere Anlageform mit einem vergleichbaren Marktvolumen erkennbar ist.

Fachausschuss Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW, Fachnachrichten des IDW 2012, 568 f.

[82] Außerdem repräsentiert der Kapitalisierungszinssatz in seiner Gesamtheit die Rendite, die eine zum Bewertungsobjekt adäquaten Alternativanlage entspricht (vgl. IDW S 1, Tz. 114). Daher wäre – sofern man den Basiszinssatz anzupassen gedenkt – eine entsprechende Erhöhung der Marktrisikoprämie erforderlich, da diese regelmäßig als Differenz zwischen Renditen am Aktienmarkt und solcher von Staatsanleihen geschätzt wird.

#### **b) Risikozuschlag / Marktrisikoprämie**

[83] Verschiedene Antragsteller kritisieren die angesetzte Marktrisikoprämie und somit den Risikozuschlag als zu hoch. Einerseits wird auf eine aktuelle Studie von Prof. Stehle aus 2010 verwiesen. Andererseits wird die Ermittlung der historischen Marktrisikoprämie über das arithmetische Mittel negiert.

[84] Der Risikozuschlag berücksichtigt das im Vergleich zu einer Anlage in festverzinsliche Wertpapiere höhere Risiko einer Anlage in Unternehmensanteile. Wegen der geringeren Sicherheit einer Anlage in Unternehmensanteilen

wird der (risikolose) Basiszinssatz für die Unternehmensbewertung daher um einen Risikozuschlag erhöht. Dieser ergibt sich rechnerisch aus der Multiplikation der Marktrisikoprämie (nach persönlicher Einkommensteuer) mit dem verschuldeten Beta-Faktor, welcher das unternehmensindividuelle systematische Risiko relativ zum Marktportfolio (Gesamtheit aller Aktien) abbildet. Die Höhe des Risikozuschlags richtet sich somit nach der jeweiligen Risikostruktur des Unternehmens und der Branche.

[85] Kapitalmarktuntersuchungen zu langjährigen Betrachtungszeiträumen haben gezeigt, dass Investitionen in Aktien in der Vergangenheit deutlich höhere Renditen erzielten als Anlagen in risikoarme Gläubigerpapiere. Hierbei belegen die Ergebnisse empirischer Untersuchungen für den deutschen Kapitalmarkt, dass die historische Marktrisikoprämie vor Steuern bei arithmetischer Durchschnittsbildung in der Bandbreite 6,0 % bis 8,0 % als erwiesen anzusehen ist. Anhand der Analysen von Prof. Stehle zur deutschen Aktienmarktentwicklung lassen sich Marktrisikoprämien nach persönlichen Einkommensteuern von ca. 6,7 % ableiten.

vgl. *Stehle* in WPg 17/2004, 921.

[86] Zahlreiche weitere Studien bestätigen die Plausibilität der von Stehle erhobenen Daten.

vgl. *Ballwieser*, Unternehmensbewertung 2007, 97; *Zeidler/Tschöpel/Bertram*, CFB 2012, 73.

[87] Bei diesen genannten Studien ist zusätzlich zu berücksichtigen, dass sie regelmäßig die Marktrisikoprämie vor persönlichen Einkommensteuern ermitteln. Da die Bewertung gemäß IDW S 1 i.d.F. 2008 nach persönlichen Einkommensteuern erfolgt, ist somit eine Anpassung erforderlich. Auf Basis des „alten“ Steuerrechts (vor der Unternehmensteuerreform 2008) empfahl das IDW eine Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuern von 5 % bis 6 %. Nun sind jedoch bei der Ableitung der Renditen für das Marktportfolio, einem Aktienportfolio, aktuelle steuerliche Wirkungen aus der Unternehmensteuerreform 2008 und der Besteuerung der Dividendenerträge und Kursgewinne mit der

Abgeltungsteuer zzgl. Solidaritätszuschlag ab 1. Januar 2009 zu berücksichtigen. Während aufgrund der Unternehmenssteuerreform von leicht rückläufigen Unternehmenssteuerbelastungen und somit höheren Portfoliorenditen auszugehen ist, bewirkt die Abkehr vom Halbeinkünfteverfahren und damit die höhere Besteuerung von Dividenden und Kursgewinnen mit der Abgeltungssteuer niedrigere Nach-Steuer-Renditen auf Anteilseignerebene. Da nicht davon ausgegangen werden kann, dass der typisierte deutsche Anteilseigner höhere Vor-Steuer-Renditen am Kapitalmarkt vollständig durchsetzen kann, um seine Nach-Steuer-Rendite trotz der Berücksichtigung von Dividenden- und Kursgewinnbesteuerung konstant zu halten, kompensieren sich die Effekte auf Unternehmens- und Anteilseignerebene teilweise, so dass unter Berücksichtigung des neuen Steuerrechts insgesamt mit einer leichten Reduzierung der Marktrisikoprämie nach Steuern zu rechnen ist.

[88] Bei der Bemessung einer Marktrisikoprämie wird auf einen langfristigen Durchschnittswert abgestellt, der sowohl unterdurchschnittliche Renditen einzelner Jahre als auch überdurchschnittliche Renditen einzelner Jahre berücksichtigt. Für kurze Zeiträume spricht zwar die Aktualität. Allerdings erhöht sich dadurch auch die Gefahr, dass kurzfristige Schwankungen zu stark gewichtet werden. Demgegenüber ermöglichen möglichst lange Betrachtungszeiträume einen Fehlerausgleich.

*Ballwieser*, WPg 1995, 119, 124; *Paulsen*, in: Münchener Kommentar zu AktG, 3. Auflage 2010, § 305, Rn. 129.

[89] Hinsichtlich der Renditeberechnung ist entgegen der Behauptung einiger Antragsteller keineswegs das geometrische Mittel zu bevorzugen. Angesichts empirisch unbekannter Renditeverteilungen ist es im wissenschaftlichen Diskurs nach wie vor umstritten, ob für die Mittelwertbildung das geometrische oder das arithmetische Mittel heranzuziehen ist.

OLG Frankfurt AG 2012, 417, 420; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 356; OLG Stuttgart AG 2012, 513, 526; *Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel*, WPg 2006, 1005, 1016 ff.; WP Handbuch 2014, Band II, Kapitel A, Rn. 359.

[90] *Wagner u.a.* weisen darauf hin, dass in der Praxis die notwendigen Voraussetzungen zur alleinigen Anwendung weder hinsichtlich des geometrischen noch des arithmetischen Mittels erfüllt werden.

*Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel*, WPg 2006, 1005, 1019.

[91] Auf Grundlage der empirischen deutschen Kapitalmarktdaten wurde eine Marktrisikoprämie nach persönlicher Steuer in einer Größenordnung von 4,0 % und 5,0 % abgeleitet (vgl. IDW Fachnachrichten 2009, 696 f.). Aufgrund der damals beobachtbaren erhöhten Unsicherheit am Kapitalmarkt und einer damit zum Ausdruck kommenden gestiegenen Risikoaversion empfahl der FAUB eine Orientierung am oberen Ende der Bandbreite (vgl. Hinweise des FAUB zu den Auswirkungen der aktuellen Kapitalmarktsituation auf die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes vom 10. Januar 2012). Die Bewertungsgutachter haben dementsprechend eine Marktrisikoprämie nach Steuern von 5,0 % angesetzt. Der gerichtlich bestellte Prüfer hat diesen Ansatz „vor dem Hintergrund der derzeit vorherrschenden Unsicherheit an den Kapitalmärkten“ ausdrücklich für vertretbar erklärt.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 66; Stichtagsbezogene Ergänzung Dr. Schüppen vom 27. Februar 2012, Rn. 9.

[92] Die Rechtsprechung der deutschen Oberlandesgerichte zur Marktrisikoprämie ist nicht einheitlich. Das OLG Celle hat in einem Beschluss vom 23. April 2007 ausgeführt, dass auch in der Rechtsprechung der Oberlandesgerichte Stuttgart und Düsseldorf durchschnittliche, einen gesamten Marktindex erfassende Marktrisikoprämien von 5 % bis 6 % für angemessen erachtet worden sind und diese Auffassung ausdrücklich bestätigt.

OLG Celle AG 2007, 865, 866; OLG Stuttgart AG 2004, 271; OLG Düsseldorf AG 2006, 287.

[93] Ferner haben das OLG Stuttgart, das OLG Frankfurt wie auch das OLG Karlsruhe eine Nachsteuer-Risikoprämie von 5,5 % unter Verweis auf § 287 Abs. 2 ZPO ausdrücklich gebilligt.

OLG Frankfurt AG 2012, 417, 420; OLG Stuttgart AG 2011, 206, 209; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 564; OLG Stuttgart 2013, 724, 729; OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 356.

[94] Die von einigen Antragstellern zitierte Bandbreite des Risikozuschlags von 0,5 % bis 2,0 % des Münchener Kommentars zum AktG bezieht sich ausschließlich auf Gerichtsentscheide aus dem Jahr 2000 oder vorher. Bei der Bezugnahme auf solche „Altfälle“ wird vernachlässigt, dass diese Rechtsprechung zu Unternehmensbewertungen auf der Grundlage der Stellungnahme HFA 2/1983 „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ erfolgte. Diese Stellungnahme wurde im Jahr 2000 bekanntlich durch den IDW Standard S 1 a.F. „Grundsätze zur Durchführung von Unternehmensbewertungen“ vollständig ersetzt. Erst der Standard IDW S 1 in der Fassung vom 18. Oktober 2005 sowie der IDW ES 1 i.d.F. von September 2007 berücksichtigen das CAPM bzw. Tax-CAPM als ein zur Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes heranzuziehendes, theoretisch fundiertes Modell. Das OLG Stuttgart äußert zudem in einem Beschluss vom 16. Februar 2007 keine Einwendungen dagegen, dass der Risikoaversion der Marktteilnehmer gemäß dem Standard IDW S 1 dadurch Rechnung getragen wird, dass Risikoprämien nach kapitalmarkttheoretischen Modellen wie dem CAPM und dem Tax-CAPM abgeleitet werden.

OLG Stuttgart AG 2007, 209, 215.

[95] Dieses Vorgehen wird gegenüber den früheren Methoden, nach denen entweder pauschale Risikoabschläge bei den Planergebnissen berücksichtigt wurden oder umgekehrt der Kalkulationszinsfuß um einen pauschalen Risikozuschlag erhöht wurde, favorisiert. Die Vorgehensweise nach IDW S 1 wird überdies vom OLG Stuttgart in einem Beschluss vom 26. Oktober 2006 als methodisch transparenter als die vorgenannte Vorgehensweise bezeichnet.

OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 116.

[96] Verschiedentlich wurde zu alledem noch darauf hingewiesen, dass die von der DIH AG im Jahresabschluss ausgewiesenen Fremdkapitalkosten i. H. v. rund 3 % deutlich niedriger seien als der angesetzte Kapitalisierungszinssatz. Mit diesem Argument wird behauptet, dass der Kapitalisierungszinssatz falsch sei, was u.a. auf eine überhöhte Risikoprämie zurückzuführen sei. Dieses Argument ist schlicht falsch, weil es nicht den systematischen Unterschied zwischen Eigen- und Fremdkapitalkosten berücksichtigt. Der angesetzte Eigenkapitalkostensatz reflektiert das unternehmerische Risiko, das – im Gegensatz zu finanzierenden Banken – die Unternehmenseigner tragen. Daher ist allein aus systematischen Gründen immer davon auszugehen, dass die Eigenkapitalkosten höher sind als die Fremdkapitalkosten.

**c) Betafaktor**

[97] Diverse Antragsteller bemängeln, dass der Beta-Faktor zu hoch sei. Es wird im Wesentlichen behauptet, alleine das 2-Jahres Beta sei maßgeblich, das 5-Jahres Beta werde von der Rechtsprechung abgelehnt. Außerdem wird der Patronatseffekt als Argumentation eines niedrigeren Betas herangezogen. Zudem wird vereinzelt gefordert, es sei der unternehmenseigene Beta-Faktor der DIH AG anzusetzen.

[98] Der Beta-Faktor spiegelt das systematische, nicht diversifizierbare Risiko einer Aktie in Relation zum Gesamtmarkt wider. Ein Beta-Faktor größer 1,0 bedeutet dabei ein im Verhältnis zum Referenzmarkt überdurchschnittliches Risiko; ein Beta-Faktor kleiner 1,0 ein im Verhältnis zum Referenzmarkt unterdurchschnittliches Risiko. Eine Aktie mit einem Beta-Faktor von 1,0 hingegen weist ein systematisches Risiko auf, das dem Risiko des Gesamtmarktes entspricht. In diesem Zusammenhang bemerkt ein Antragsteller, dass diese methodische Grundannahme nicht zutreffend sei. Mit nicht nachvollziehbarer Methodik wird ein durchschnittliches Gesamtbeta von 0,62 zum 31. Dezember 2004 ermittelt. Abgesehen von dem Stichtagsprinzip widersprechenden Zeitpunkt dieser sog. Beta-Ermittlung bleibt es völlig unverständlich, inwieweit das dargelegte Gesamtbeta dazu führen würde, die eingangs dargelegte Systema-

tik abzulehnen. Eine Konsequenz aus der Argumentation des Antragstellers ist somit nicht ersichtlich.

[99] Prinzipiell war zu untersuchen, ob der anzusetzende Beta-Faktor aus einer Gruppe vergleichbarer Unternehmen („Peer Group“) oder anhand der eigenen Kursentwicklung der DIH Aktie abzuleiten ist. Da der DIH Beta-Faktor für den vorliegenden Sachverhalt nicht verwendbar war, wurde eine Peer Group aus vergleichbaren Unternehmen für die Ableitung des Beta-Faktors herangezogen.

Bewertungsgutachten, S. 56 f.

[100] Die vom Bewertungsgutachter getätigte Auswahl an vergleichbaren Unternehmen wurde vom gerichtlich bestellten Prüfer ausdrücklich als angemessen beurteilt.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 75.

[101] Die Beta-Faktoren der Peer Group wurden aus den am Kapitalmarkt beobachteten historischen Kursen bzw. Renditen der börsennotierten Vergleichsunternehmen sowie aus den Indexständen bzw. Renditen der jeweils relevanten Vergleichsindizes ermittelt. Als Vergleichsindex wurde jeweils ein lokaler bzw. nationaler Index gewählt. Diese Vorgehensweise erlaubt es, den relevanten Markt im Sinne des CAPM umfassend abzubilden, zugleich aber auch regionale Besonderheiten der jeweiligen nationalen Märkte zu berücksichtigen. Zudem werden z.B. zusätzliche Verzerrungen aus Wechselkurschwankungen vermieden.

[102] Diese Vorgehensweise entspricht Empfehlungen im Schrifttum.

*French/Poterba, Investor Diversification and International Equity Markets, in: AER 81(2), 222 - 226; Berner/Rojahn/Kiel/Derimann, Die Berücksichtigung des unternehmensindividuellen Risikos in der Unternehmensbewertung – Eine empirische Untersuchung des Beta-Faktors, in: FinanzBetrieb, 2005, 711-718.*

[103] Die dazu verwendeten Finanzmarktdaten wurden von dem Anbieter Bloomberg abgerufen. Für das Bewertungsgutachten vom 11. Januar 2012 wurden Kurs- und Indexdaten aus einem Zeitraum von fünf Jahren vom 31. Dezember 2006 bis 31. Dezember 2011 herangezogen. Aus diesem Zeitraum wurden monatliche Renditen auf Basis der jeweiligen Wochenschlusskurse für die weiteren Berechnungen zugrunde gelegt. Es wurde ein 5-Jahres Beta-Faktor verwendet, da dieser Zeitraum über die statistisch erforderliche Mindestzahl an Datenpunkten für die Schätzung der Beta-Faktoren verfügte und alle Beta-Faktoren der Vergleichsunternehmen statistisch signifikant waren. Eine solche Vorgehensweise entspricht dem Berufsstandard der Wirtschaftsprüfer.

WP Handbuch 2014, Band II, Kapitel A, Rn. 366.

[104] Durch die Berücksichtigung eines 5-Jahres Intervalls werden zudem verschiedene Konjunkturzyklen besser erfasst. Die Berücksichtigung eines längeren Zeitraums besitzt daher eine höhere Aussagekraft. Zur Erfassung des Risikos eines Projektentwicklers bietet sich zudem aufgrund der mindestens über 3 Jahre laufenden Projektdauern ein eher längerer Zeitraum bei der Beta-Ermittlung an. Der Berufsstand der Wirtschaftsprüfer fordert im Übrigen ausdrücklich zu solchen Überlegungen auf.

WP Handbuch 2014, Band II, Kapitel A, Rn. 365.

[105] Hinzu kommt, dass bei kürzeren Intervallen nicht mehr alle Beta-Faktoren der Peer Group signifikant waren, was die Aussagekraft insgesamt eingeschränkt hätte.

[106] Aus Kapitalmarktdaten ermittelte Beta-Faktoren reflektieren neben dem operativen Risiko eines Unternehmens auch dessen Finanzierungs- oder Kapitalstrukturrisiko (sog. levered bzw. verschuldetes Beta). Bei Rückgriff auf Vergleichsunternehmen zur Ermittlung des Beta-Faktors sind im Regelfall unternehmensspezifische Anpassungen vorzunehmen, insbesondere bei einem von den Vergleichsunternehmen abweichenden Verschuldungsgrad des Bewer-



tungsobjektes. Daher wurden die aus der Regression der Kursrenditen gegen den jeweils relevanten Index gewonnenen Beta-Faktoren um diese unternehmensindividuellen Kapitalstruktureffekte bereinigt (sog. Unlevering). Dazu wurde der Verschuldungsgrad über den gesamten Beobachtungszeitraum der Betaermittlung gemittelt um eine gewichtete Kapitalstruktur abzubilden. Basis für die Nettofinanzverbindlichkeiten waren die jeweiligen Jahresabschlüsse der Peer Group, während das Eigenkapital anhand von Marktwerten abgeleitet wurde. Beim Unlevering wurde darauf verzichtet, die Verschuldung der jeweiligen assoziierten Unternehmen zu berücksichtigen. Ein solches Vorgehen wäre nicht praktikabel gewesen, was auch vom Angemessenheitsprüfer bestätigt wurde.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 86.

[107] Dem Durchschnitt der beobachteten Beta-Faktoren kann keine absolute Gültigkeit zur Ermittlung des unternehmensspezifischen Risikos zugeschrieben werden. Die beobachteten Beta-Faktoren dienen als Ausgangspunkt; die Auswirkungen auf den Diskontierungszinssatz und das Bewertungsergebnis sind zu reflektieren.

WP Handbuch 2014, Band II, Kapitel A, Rn. 368.

[108] Auch die oberrichterliche Rechtsprechung sieht den Beta-Faktor als ein durch Schätzung zu ermittelnder Zukunftswert.

OLG Frankfurt AG 2012, 417, 420; OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563.

[109] So kann ein allein statistisch korrekt ermittelter Beta-Faktor noch nicht notwendig eine angemessene Bildung des Risikozuschlags gewährleisten. Allgemeine Überlegungen mit in die Schätzung des Beta-Faktors einfließen zu lassen wird auch von der obergerichtlichen Rechtsprechung unterstützt.

OLG Stuttgart AG 2011, 560, 563.

[110] Gerade in der aktuellen Situation der Kapitalmärkte ist ein unreflektiertes Anwenden rein statistischer Analysen nicht sachgerecht, da es zu nicht vertretbaren Ergebnissen führt. Daher wurde der aus Kapitalmarktdaten abgeleitete Beta-Faktor einer weiteren qualitativen Beurteilung unterzogen, um einen dem Geschäftsmodell der DIH AG angemessen und vertretbaren Diskontierungszinssatz zu ermitteln. Die historischen Beta-Faktoren wurden im Rahmen der Kapitalkostenermittlung verplausibilisiert, indem die daraus resultierenden Kapitalkosten mit aktuellen Renditeforderungen und Finanzierungsbedingungen im Projektentwicklungsbereich verglichen wurden. Im Ergebnis zeigt sich, dass die aus den Immobilienunternehmen gewonnenen historischen Beta-Faktoren zu Kapitalkosten führen, die nicht repräsentativ für die Risikostruktur der Zukunft des Geschäftes der DIH AG sein können. Anders als bei Immobiliengesellschaften ist die Projektentwicklung das Kerngeschäftsfeld der DIH AG, während regelmäßige, risikoärmere Einnahmen aus Vermietung und Verpachtung von Bestandsimmobilien nur einen sehr eingeschränkten Umfang haben (die damit verbundenen Unterschiede in der Risikostruktur sind im Bewertungsgutachten auf S. 60 ff. dargestellt). Nachfolgende Tabelle verdeutlicht ausweislich der jeweiligen Konzernabschlüsse die Unterschiede, die zwischen den einzelnen Vergleichsunternehmen und der DIH AG hinsichtlich des Verhältnisses zwischen Erlösen aus Vermietung und Verpachtung und Konzernumsatzerlösen bestehen:

Umsatzerlöse aus Vermietung in % der Konzernumsatzerlöse

	Design Bau	DIC Asset	GWB Immobilien	IFM Immobilien	Patrizia Immobilien	Ø Peer Group	DIH AG
2007	n.a.	39,6%	85,3%	100,0%	32,4%	<b>64,3%</b>	2,9%
2008	n.a.	64,9%	89,2%	100,0%	33,0%	<b>71,8%</b>	4,4%
2009	5,4%	78,0%	43,6%	99,6%	28,0%	<b>50,9%</b>	3,1%
2010	19,7%	54,6%	36,0%	99,2%	18,8%	<b>45,7%</b>	0,9%
Ø 2007 bis 2010	<b>12,6%</b>	<b>59,3%</b>	<b>63,5%</b>	<b>99,7%</b>	<b>28,0%</b>	<b>52,6%</b>	<b>2,8%</b>

Quelle: Geschäftsberichte 2008, 2009 und 2010, EY Analysen

[111] Im Übrigen hat die DIH AG für die Jahre ab 2012 mit weitaus geringeren Umsatzerlösen aus Vermietung im Verhältnis zu den Konzernumsatzerlösen geplant, die sich zwischen 0,6 % und 1,2 % bewegen.

[112] Im Projektgeschäft der DIH AG gibt es ganz erhebliche Schwankungen der Ergebnisse und Cashflows, eine Glättung durch eine Vielzahl von Objekten lässt sich anders als bei Immobilienunternehmen nicht erreichen. Die operativen Risiken, das zeigt die Ergebnisentwicklung der bisher abgewickelten Projekte der DIH AG ganz deutlich, führen zu erheblichen Schwankungen, die in dieser Form bei einer Immobiliengesellschaft nicht zu beobachten sind. Die Risikostruktur der Projektentwickler enthält daher Risikobestandteile, die mit typischen Dienstleistern, dem Großanlagenbau und Baukonzernen vergleichbar ist. Die DIH AG betreibt vor allem Projektentwicklungsgeschäft und ist kein typisches Immobilienunternehmen, das in einem hinreichend großen Bestandsportfolio weitgehend konstante Erträge etwa aus Vermietung und Verpachtung erwirtschaftet. Schon allein die tatsächlichen Renditeerwartungen von Finanzierungen einzelner Projekte zeigen, dass die aus den Beta-Faktoren der Vergleichsgruppe abgeleiteten historischen Werte nicht repräsentativ für die Risikostruktur des Geschäftes der DIH AG sein können.

[113] Der Bewertungsgutachter hat daher zutreffend eine erweiterte Risikobetrachtung vorgenommen und Beta-Faktoren von Unternehmen untersucht, die im Baugewerbe tätig sind. Das Projektentwicklungsgeschäft der DIH AG ist zum einen eng an die allgemeine Bauaktivität gebunden und zum anderen ist die Geschäftsentwicklung von einer auf kurze Sicht angelegte auftragsbasierte Projektstätigkeit – vergleichbar mit Aufträgen in der Baubranche – geprägt. Diese Auffassung, dass nämlich der Bausektor hinsichtlich der Risikostruktur mit der DIH AG in bestimmten Aspekten vergleichbar ist, teilt der Vorstand der DIH AG. In der Analyse von Immobiliengesellschaften einerseits und Bauunternehmen andererseits kann das mit dem Projektentwicklungsgeschäft verbundene systematische Risiko abgedeckt werden. Der durchschnittliche unverschuldete Beta-Faktor der Bauunternehmen liegt deutlich über dem der Immobiliengesellschaften. Zur sachgerechten Erfassung der unterschiedlichen Risikoaspekte eines Projektentwicklers wie der DIH AG ist daher eine Berücksichtigung der Ergebnisse aus beiden Peer Groups erforderlich und angemessen. Da die Peer-Group der Immobilienunternehmen zwar ähnliche Beta-Faktoren aufweist wie reine Bestandshalter, die Unternehmen aber auch Projektentwicklung betreiben, ist ein Beta-Faktor für die DIH AG oberhalb der Peer Group der

Immobilienunternehmen, aber deutlich unterhalb der Baukonzerne, sachgerecht. Die Bauunternehmen sind im Bewertungsgutachten nur exemplarisch genannt. Sie dienen der Plausibilisierung der Risikoanalysen des Geschäfts der DIH AG. Daraus resultiert ein gutachterlich festgesetzter, höherer Beta-Faktor für den Bereich Projektentwicklung von 0,4.

[114] Bei der Ermittlung des Beta-Faktors für das Fondsgeschäft ist der Bewertungsgutachter weitgehend analog vorgegangen. Für die zugrundeliegende Peer Group wird auf das Bewertungsgutachten (S. 62 f.) verwiesen.

[115] Um die spezielle Risikostruktur der strukturierten Kapitalanlagen bzw. des Fondsgeschäfts sachgerecht abzubilden, wurde hierfür eine getrennte Bewertung vorgenommen und entsprechend Vergleichsunternehmen herangezogen, die ihre Geschäftstätigkeit auf Emission von geschlossenen Fonds ausrichten. Die Unterscheidung vom übrigen Geschäft ist insbesondere erforderlich, da das Fondsgeschäft ein eigenes Risikoprofil aufweist. Es ist u.a. stark von Kapitalmarkttrends und Platzierungsrisiken geprägt; also Faktoren die weitgehend unabhängig von den zugrunde liegenden Vermögenswerten wirken. Die Beta-Analyse ergab keine systematischen Unterschiede in der Höhe der ermittelten Beta-Faktoren zwischen Immobilien- und Schiffsfonds. Das unternehmerische Risiko ist entgegen der Behauptung verschiedener Antragsteller gleichwohl von der DIH AG zu tragen, was folgerichtig zu einer separaten Ermittlung eines Beta-Faktors für den Fondsbereich führt. Der gerichtlich bestellte Prüfer hat diese Vorgehensweise wie auch den Beta-Faktor von 0,81 ausdrücklich für angemessen erklärt.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 81.

#### **d) Wachstumsabschlag**

[116] Der Wachstumsabschlag i. H. v. 1,0 % wird von zahlreichen Antragstellern als zu niedrig abgelehnt. Im Wesentlichen wird angeführt, dass dieser unterhalb der langfristig erwarteten Inflationsrate liege und somit nicht nachvollziehbar sei. Auch stelle der Immobilienmarkt einen Wachstumsmarkt dar, der zu einem wesentlich höheren Wachstumsabschlag führe.

[117] Die erwartete Inflationsrate wurde vom Bewertungsgutachter in die Überlegungen mit einbezogen. Sie stellt aber lediglich einen ersten Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen Wachstums der finanziellen Überschüsse dar. Es kann regelmäßig nicht vorausgesetzt werden, dass Preissteigerungen auf der Beschaffungsseite vollkommen und unter voller Beibehaltung der realisierten Margen an Kunden weitergegeben werden können. Bei der Unternehmensbewertung der DIH AG wurde die zukünftige Inflationsrate vom Bewertungsgutachter auf rund 1,5 % geschätzt, gestützt von Prognosen unabhängiger Finanzdienstleistern. Die Erfahrung zeigt, dass kein Unternehmen langfristig nur Gewinnsteigerungen erzielen kann. Vielmehr wechseln sich profitable mit weniger profitablen Jahren ab. Die Annahme stetig steigender Gewinne impliziert somit auch, dass schlechte Ergebnisse im Zeitablauf kompensiert werden. In einer Unternehmensbewertung sind diese Schwankungen zu berücksichtigen. Die nachhaltige Wachstumsrate unterstellt insoweit ein langfristig stetiges Wachstum. Die Ergebnisse der einzelnen Jahre können von diesem Durchschnittswert abweichen.

[118] Die von Antragsteller zu 106 vorgeschlagene Orientierung des Wachstumsabschlages am langfristig zu erwartenden Bruttoinlandsprodukt vermag nicht zu überzeugen. Eine solche Betrachtung würde alle Unternehmen des gesamten Produktionssektors umfassen. Implizit würde so der teilweise Ersatz Konkurs gegangene Unternehmen durch neue Unternehmen miteinbezogen werden. Vor diesem Hintergrund muss das Wachstum eines einzelnen repräsentativen Unternehmens geringer ausfallen, als dasjenige des gesamten Produktionssektors. Des Weiteren ist ein Produktionssektor auch durch externes Wachstum wie bspw. Unternehmenszukäufe oder Fusionen geprägt. Ein solches Wachstum darf im Wachstumsabschlag eines spezifischen Unternehmens keine Berücksichtigung finden.

OLG Frankfurt AG 2012, 417, 420.

[119] Ein Antragsteller kritisiert zudem die im Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar (Rn. 97) zitierte Studie von Widmann/Schieszl/Jeromin (FB 2003, 808 ff.) bezüglich der Überwälzung von Preissteigerungen auf die

Kunden mit der Begründung, dass die zugrundeliegenden Daten veraltet seien und daher den Dienstleistungssektor nicht mit einschließen. Dem ist entgegenzuhalten, dass eine Berücksichtigung des Dienstleistungssektors im Falle der DIH AG nicht zu besseren Resultaten führen würde, da diese nicht im genannten Sektor tätig ist. Außerdem hat diese These auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung Billigung gefunden.

OLG Stuttgart, Beschluss vom 19. Januar 2011, 20 W 2/07; Beschluss vom 18. Dezember 2009, W 2/08; OLG Frankfurt, Beschluss vom 17. Juni 2010, 5 W 39/09.

[120] Überdies ist das Argument, dass bei Abschlägen unterhalb der Inflationsrate ein reales Schrumpfen des Unternehmens unterstellt wird, in dieser Form nicht zutreffend. Erstens muss angeführt werden, dass es sich bei der allgemeinen Inflationssteigerung nicht zwingend um die Preissteigerungen der Faktormärkte handelt. Des Weiteren bedeutet die Unfähigkeit, Preissteigerungen auf die Kunden weiterzureichen, lediglich, dass die Gewinne gemessen in den Preisen eines Ausgangsjahres zurückgehen. Dies ist keineswegs gleichbedeutend mit einer Reduktion des mengenmäßigen Absatzes oder gar einem physischen Schrumpfen des Unternehmens.

OLG Frankfurt AG 2012, 417,420.

[121] Verschiedene Antragsteller fordern eine Erhöhung des Wachstumsabschlags aufgrund der Argumentation, dass es sich beim Immobilienmarkt um einen Wachstumsmarkt handele. Es kann jedoch nicht als sachgerecht erachtet werden, auf Basis einzelner Städte durch die Betrachtung einzelner, überdurchschnittlich hoch ausfallender Wachstumsraten in einzelnen Jahren eine nachhaltige Wachstumsrate abzuleiten. Zum Wachstum des Immobilienmarktes in den geografischen Zielregionen der DIH AG verweisen wir auf das Bewertungsgutachten (S. 25 ff.).

## 2. Börsenkurs

[122] Einige Antragsteller tragen vor, dass die Börsenkurse der DIH AG-Aktie der Monate April, März und Mai 2013 in die Berechnung der Barabfindung einzubeziehen seien. Dies ist unzutreffend und nicht nachvollziehbar.

[123] Das Bundesverfassungsgericht hat festgestellt, dass der Börsenwert der Gesellschaft die Untergrenze einer angemessenen Abfindung bestimmt.

BVerfG NJW 1999, 3769.

[124] Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist der Börsenwert der Aktie aufgrund eines nach Umsätzen gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung der Strukturmaßnahme zu ermitteln. Wenn zwischen der Bekanntmachung und dem Beschluss der Hauptversammlung über die Maßnahme ein längerer Zeitraum liegt und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung als geboten erscheinen lässt, ist der Wert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen.

BGH NJW 2010, 2657.

[125] Hier liegen zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme am 20. Juli 2011 und der Beschlussfassung der Hauptversammlung am 28. Februar 2012 rund sieben Monate, sodass nicht von einem „längeren Zeitraum“ im Sinne der BGH-Rechtsprechung auszugehen ist.

[126] Selbst wenn man im vorliegenden Fall diesen Zeitraum als „längeren Zeitraum“ im Sinne der BGH-Rechtsprechung ansehen wollte, würde dies nicht zur Berücksichtigung der Börsenkurse der DIH-Aktie der Monate März, April und Mai 2013 führen.

[127] Denn zum einen wäre der Wert lediglich „auf den Beschlusszeitpunkt“ hochzurechnen, mithin ist die Kursentwicklung nur bis zum Tag der Beschluss-

fassung der Hauptversammlung, hier dem 28. Februar 2012, zu berücksichtigen.

Vgl. *Bungert/Wettich*, BB 2010, 2227, 2230; *Wasmann*, ZGR 2011, 83, 98.

[128] Zum anderen ist bei der Frage der Anpassung des Wertes auf die „allgemeine oder branchentypische“ Kursentwicklung zwischen Bekanntgabe und Hauptversammlungsbeschluss abzustellen, die Entwicklung des Aktienkurses der Gesellschaft innerhalb dieses Zeitraums bleibt außer Betracht.

[129] Es steht somit fest, dass für die Berücksichtigung des Börsenkurses der DIH AG-Aktie während der Monate April, März und Mai 2013 bei der Berechnung der angemessenen Barabfindung in keinem Fall Raum ist.

### **3. Markenwert**

[130] Das gesamte Vermögen der DIH AG wurde bei der Bewertung berücksichtigt. Ein separater Wert für einzelne Vermögenswerte, wie z.B. für die immateriellen Vermögenswerte, ist im Ertragswertverfahren nicht zu ermitteln, sofern diese betriebsnotwendiges Vermögen darstellen. Die immateriellen Vermögenswerte (wie beispielsweise die Marke) sind Bestandteil der Substanz, die das Unternehmen benötigt, um seine Strategie weiterzuverfolgen und um zukünftig finanzielle Überschüsse zu erzielen. Die DIH AG tritt unter der Marke „DIH“ am Markt auf und wird entsprechend von Kunden- und Marktseite wahrgenommen. Die Marke „DIH“ dient der Verfolgung des Unternehmenszwecks und ist somit erforderlich, um geplante zukünftige Erträge realisieren zu können. Sie ist daher methodisch implizit in der Unternehmensbewertung berücksichtigt, da der Wert des betriebsnotwendigen Vermögens die Summe aller auf den Bewertungsstichtag diskontierter, finanzieller Überschüsse aus der Nutzung der vorhandenen betriebsnotwendigen Vermögenswerte darstellt. Eine Nichtberücksichtigung der Marke DIH, wie sie vom Antragsteller zu 7 bemängelt wird, ist daher unzutreffend.



#### 4. Planungsrechnung

[131] Auch die Planungsrechnung ist in keiner Weise zu beanstanden.

##### a) Anpassung der Planung rechtmäßig

[132] Soweit die Antragsteller rügen, dass die DIH AG die Planung zum Ende des Jahres 2011 zu Lasten der künftigen Erträge geändert habe, ist diese Kritik zurückzuweisen.

[133] Die Erstellung der operativen und strategischen Planung zählt unstreitig zu den zwingenden Aufgaben der Geschäftsleitung, also des Vorstands der AG.

*Hüffer, AktG, 10. Aufl. 2012, § 90 Rn. 4a; Mertens/Cahn, in: Kölner Kommentar AktG, 3. Aufl. 2010, § 90 Rz. 32.*

[134] Es ist unstreitig die ausdrückliche Verantwortung der Geschäftsleitung, die Unternehmensplanung an den maßgeblichen unternehmerischen Entscheidungen auszurichten und auf zutreffenden Informationen und realistischen Annahmen frei von Widersprüchen aufzubauen.

OLG Frankfurt AG 2012, 417, 419; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 726; OLG Stuttgart AG 2008, 510, 513; OLG Stuttgart AG 2007, 596, 598.

[135] Die Unternehmensplanung ist jedoch während des laufenden Geschäftsjahres keineswegs „in Stein gemeißelt“. Sind der Geschäftsleitung Entwicklungen (Produkte, Markt, Wettbewerber, Finanzdaten) bekannt, die die Planung in Frage stellen, ist die Geschäftsleitung vielmehr zum Handeln verpflichtet. Ihre Verantwortung gebietet es deshalb, die Unternehmensplanung regelmäßig auf ihre anhaltende Gültigkeit, das heißt die Vertretbarkeit der Prognosen und die Realitätsnähe der zugrundeliegenden Annahmen zu überprüfen. Gewinnt die Unternehmensleitung die Erkenntnis, dass sich die ursprünglichen Annahmen, die als Basis für die Unternehmensplanung herangezogen worden waren, als

nicht mehr tragfähig erweisen, ist sie gezwungen, Gegensteuerungsmaßnahmen zu ergreifen und zugleich die Planung zu aktualisieren, gegebenenfalls ist die Planung dann nach unten zu korrigieren.

OLG Celle AG 2007, 865, 866; OLG Düsseldorf, Beschluss v. 31.03.2006 – I 26 W 5/06, juris, Rn. 37.

[136] Die Vorgehensweise entspricht im Kern der Plausibilitätskontrolle, die der Gutachter im Rahmen der Unternehmensbewertung anzustellen hat. Im Rahmen der Unternehmensbewertung sind von ihm die Planungen und Prognosen der Geschäftsleitung auf ihre Plausibilität und Vertretbarkeit hin zu überprüfen, das heißt eventuell zu optimistische Annahmen sind kritisch zu hinterfragen, ebenso wie zu negative Annahmen. Fehlt es an der Plausibilität, so sind sachgerechte Prognosen zu treffen.

[137] Weder der Bewertungsgutachter noch der gerichtlich bestellte Gutachter sind jedoch in Rahmen der Unternehmensbewertung oder ihrer Überprüfung berechtigt, eine von ihnen als realistisch eingestufte Planung der Geschäftsleitung durch eigene gutachterliche Annahmen zu ersetzen.

OLG Stuttgart AG 2013, 724, 727; OLG Frankfurt AG 2012, 417, 419; OLG Düsseldorf, AG 2008, 498, 500.

#### **b) Planung auch im Übrigen ordnungsgemäß**

[138] Der DIH AG wird von mehreren Antragstellern vorgeworfen, durch die Überbetonung von Risiken sowie der Berücksichtigung des bilanziellen Vorsichtsprinzips eine unzulässige Anlassplanung zu erstellen. Auch Synergien seien darin nicht enthalten.

[139] Die Planungsrechnung wurde im Rahmen einen so genannten Bottom-Up Prozesses aus den Tochtergesellschaften bzw. bei den Wohn- und Gewerbeentwicklungsprojekten aus den laufenden Projektkalkulationen entwickelt. Neben den bekannten Projekten wurden im Anschluss typisierte Projekte unterstellt. Die der Bewertung zu Grunde gelegte Planungsrechnung entspricht

dem normalen laufenden Planungsprozess der durch den Vorstand und den Aufsichtsrat begleitet wird. Zudem erstellte die Gesellschaft eine Cash Flow Planung, die sowohl dem Bewertungsgutachter als auch dem Angemessenheitsprüfer vorgelegt wurde. Eine Bilanzplanung wurde von der Gesellschaft nicht erstellt. Der Bewertungsgutachter hat für Unternehmensbewertungszwecke eine vereinfachte Bilanzplanung aus der vorliegenden Gewinn- und Verlustplanungsrechnung und Cashflow Planung abgeleitet. Die vom Bewertungsgutachter erstellte vereinfachte Bilanzplanung wurde auch vom Angemessenheitsprüfer für die Prüfungshandlungen verwendet.

[140] Grundlage für die geplanten Ergebnisse sind die von den jeweiligen Projektentwicklern detailliert kalkulierten Projekte. Voraussetzung für die spätere Umsetzung der Projekte ist die Zustimmung zu den entsprechenden Kosten- und Erlöskalkulationen in den dafür zuständigen Gremien der Gesellschaft. Die Planung orientiert sich daher am Zweck der Entscheidungsfindung darüber, welche Projekte realisiert werden. Im Projektverlauf werden diese Projektkalkulationen entsprechend dem Erkenntnisstand laufend angepasst. In dieser rollierenden Planung lässt sich für die Vergangenheit beobachten, dass ein Großteil der Projekte während der Projektlaufzeit im Vergleich zur entscheidungsrelevanten Initialkalkulation negative Ergebnisentwicklungen genommen haben. Für Bewertungszwecke wurde die Planungsrechnung jedoch unverändert übernommen. Eine Anpassung der Projektergebnisse auf Grund dieser Erfahrungen wurde zwar diskutiert, jedoch schlussendlich nicht vorgenommen. Darüber hinaus erweisen sich Ergebnisprognosen wegen der gegenwärtigen Schuldenkrise in weiten Teilen Europas in der gesamten Immobilienbranche insofern als unsicher, als sich wegen der daraus möglicherweise resultierenden Refinanzierungsproblemen keine langfristig verlässlichen Umsatzprognosen abgeben lassen.

[141] Durch die zeitliche Verzögerung in der Vorbereitung und Prüfung der Bewertung wurde die Planungsrechnung auf den Erkenntnisstand Dezember 2011 angepasst. Die Entwicklung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage und des Immobilienmarkt im Speziellen wurde bei der Aktualisierung der Planungsrechnung des DIH Konzerns im vierten Quartal 2011 berücksichtigt. Wesentliche Unterschiede in den Planungsannahmen ergaben sich vor allem bei den-

jenigen Projekten, deren Realisierung noch für das Jahr 2011 geplant war, aufgrund einer ungünstigen Marktentwicklung jedoch planerisch in das Jahr 2012 verschoben wurden.

[142] Die der Bewertung zugrundeliegende Planung wurde auf einer so genannten Stand-alone Basis des DIH AG Konzerns erstellt, die gemäß IDW S 1 keine echten Synergien berücksichtigen darf. Echte Synergien sind finanzielle Überschüsse, die sich nur über die Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme realisieren lassen (Tz. 33 f.). Insofern sind echte Synergiepotenziale in einer objektivierten Unternehmensbewertung außer Acht zu lassen. Dieses Vorgehen wird im Übrigen auch von der herrschenden Meinung in der Rechtsprechung bestätigt.

BGH AG 1998, 286; OLG Frankfurt a.M. v. 2. Mai 2011, 21 W 3/11, juris Rn. 37.

[143] Vor dem Hintergrund des eben dargestellten Planungsprozesses der DIH ist daher die Behauptung einer Anlassplanung falsch und zurückzuweisen. Vielmehr entspricht die Planung dem damaligen Wissensstand der Gesellschaft und drückt deren Einschätzungen hinsichtlich einer möglichen zukünftigen Entwicklung aus. Ebenso ist der von einigen Antragstellern erhobene Vorwurf der Berücksichtigung des bilanziellen Vorsichtsprinzips in keiner Phase der Planungserstellung gerechtfertigt. Die Nicht-Berücksichtigung möglicher negativer Ergebnisse in der Planung widerspricht der Berücksichtigung des Vorsichtsprinzips. Es wird darauf hingewiesen, dass im Rahmen einer Unternehmensbewertung zwar die Planung hinsichtlich Plausibilität zu überprüfen und hinterfragen ist; eine eigene Planung zu erstellen steht jedoch weder dem Gericht noch dem Gutachter zu.

OLG Karlsruhe AG 2013, 353, 355; OLG Frankfurt AG 2012, 417, 419.

[144] In diesem Zusammenhang wird auch auf die umfangreichen Ausführungen im Bewertungsgutachten (S. 37) verwiesen. Der gerichtlich bestellte Prüfer

hat diese Vorgehensweise der Planungsrechnung im Übrigen als aussagekräftig und plausibel eingestuft.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 42.

[145] Die Behauptung eines Antragstellers, das Geschäftsjahr 2012 resultierte in einem den geplanten Jahresüberschuss um rund das Zweifache übersteigende Ergebnis ist nicht nachvollziehbar. Zum damaligen Stand wurde für 2012 ein Konzernjahresüberschuss von TEUR 3.319 geplant; das tatsächliche Ergebnis betrug rund TEUR 3.294. Vor diesem Hintergrund ist die geforderte zusätzliche Ausschüttung i. H. v. TEUR 4.500 abzulehnen.

[146] Der verschiedentlich vorgebrachte Vorwurf der unsachgerechten Vergangenheitsanalyse durch die Nicht-Berücksichtigung geprüfter Geschäftszahlen aus 2011 wird entschieden zurückgewiesen. Zum Zeitpunkt der Erstellung des Bewertungsgutachtens lag noch kein geprüfter Abschluss für das Geschäftsjahr 2011 vor und musste auch noch nicht vorliegen. Deshalb wurde auf eine Hochrechnung mit Stand Oktober/November zurückgegriffen. Auf eine anschließende Aktualisierung wurde verzichtet, da Vergangenheitsergebnisse grundsätzlich keinen Einfluss auf den ermittelten Unternehmenswert haben. Die Vergangenheitsanalyse dient im Übrigen ausschließlich dazu, Ursachen für die Höhe und die Entwicklung der Vergangenheitsergebnisse im Zeitablauf herauszuarbeiten, um dann Erkenntnisse über die prognostizierten Zukunftserfolge zu gewinnen.

[147] In die Vergangenheitsanalyse mit eingeflossen ist die Analyse der Plan-Ist-Vergleiche. Überdies hat der gerichtlich bestellte Prüfer ausdrücklich bestätigt, dass die Unternehmensplanung basierend auf den Erfahrungen der Vergangenheit als valide Grundlage der Unternehmensbewertung herangezogen werden kann.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 27 f.

[148] Vor diesem Hintergrund ist die von einigen Antragstellern geforderte Offenlegung der Plan-Ist-Vergleich der Jahre 2008 bis 2011 sowie wird die von

einem weiteren Antragsteller geforderte Offenlegung der dem Finanzergebnis zugrunde liegenden Zinssätze zurückzuweisen.

[149] Die von Antragstellern zu 14 - 18 vorgebrachte Behauptung horrender geplanter sonstiger betrieblicher Aufwendungen in den Jahren 2012 und 2013 kann nicht nachvollzogen werden. Wie im Bewertungsgutachten (S. 40) ersichtlich liegen die für die Jahre 2012 und 2013 geplanten sonstigen betrieblichen Aufwendungen unter dem Durchschnitt der Jahre 2008 bis 2011 und entsprechen dem damaligen Kenntnisstand der DIH AG. Hinsichtlich des Bereichs Gewerbebau sind die sonstigen betrieblichen Aufwendungen der Jahre 2012 und 2013 im Wesentlichen auf die Projekte AIRE OSA 1V und Kö-Bogen zurückzuführen. Dabei handelt es sich um nicht aktivierbare Aufwendungen. Diesen Aufwendungen stehen entsprechende Erträge gegenüber (vgl. Bewertungsgutachten, S. 42), so dass die vorgetragene Behauptung einer künstlichen Armrechnung nicht nachvollzogen werden kann. Weiterhin ist eine isolierte Betrachtung von Plan-Ist Abweichungen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen nicht sachgerecht, da Abweichungen der sonstigen betrieblichen Aufwendungen in der Regel einhergehen mit Abweichungen in den entsprechenden Projekterträgen. Im Übrigen kam auch der gerichtlich bestellte Prüfer zum Ergebnis, dass die der Bewertung zugrunde liegende Planungsrechnung plausibel und aussagekräftig ist.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 42.

## **5. Nachhaltiges Ergebnis / Ewige Rente**

[150] Von mehreren Antragstellern wird ein zu geringes nachhaltiges Ergebnis sowie eine willkürliche Herleitung desselbigen beklagt. Die Bewertung der DIH AG setzt voraus, dass in der ewigen Rente nachhaltig ein Gleichgewicht vorliegt. Aufgrund der Volatilität der geplanten Ergebnisse ist eine einfache Fortschreibung des Jahres 2014 weder vertretbar noch sachgerecht. Hingegen wird eine Durchschnittsbetrachtung der Jahre 2011 bis 2014 den typischen langen Entwicklungszeiten der jeweiligen Projekte gerecht, was zwangsläufig eine mehrjährige Betrachtung erforderlich macht. Die Planjahre von 2012 bis 2014 sind maßgeblich geprägt durch die erwartete Realisierung des Projekts Kö-Bogen im Jahr 2014. Da dieses Projekt sowohl von der Größe wie auch

von seiner Art her nicht typisch für das Geschäft der DIH AG ist, eignet es sich nicht als Grundlage für ein nachhaltiges Ergebnis. In der Vergangenheit wurde von der DIH AG mit Ausnahme des Projekts „Kö-Bogen“ kein vergleichbares Projekt dieser Größenordnung realisiert. Aus diesem Grund wurde dieses Großprojekt durch ein von der Größenordnung typisches Projekt der DIH AG ersetzt. Folglich wurde das Projekt Kö-Bogen nicht einfach – wie von einem Antragsteller behauptet – herausgerechnet, sondern durch ein für das Geschäft typisches Projekt nachhaltig ersetzt, um der wirtschaftlichen Ertragskraft der Gesellschaft gerecht zu werden. Eine solche Vorgehensweise ist nicht nur vertretbar, sondern auch geboten, denn die Planung muss auf realistischen Annahmen beruhen. Dies wäre bei Annahme der nachhaltigen Realisierung vergleichbarer Projekte wie das Projekt Kö-Bogen nicht gegeben.

[151] Im Vordergrund der Überlegungen zu dieser Vorgehensweise steht die Abbildung eines durchschnittlich erzielbaren nachhaltigen Ergebnisses der DIH AG. Als typisches Projekt wurde ein Entwicklungsvorhaben mit einem Ergebnisbeitrag zwischen TEUR 200 bis TEUR 300 pro Jahr von der Unternehmensleitung und dem Bewertungsgutachter als realistisch erachtet. Diese Annahme orientiert sich im Übrigen an typischen geplanten, aber nicht konkretisierten (kontrahierten) Projekten („Developer Dummy 1“) der DIH AG. Die Eckdaten des Projekts stellen sich wie folgt dar: erwarteten Kosten von TEUR 39.519, Erlöse von TEUR 41.584 und einem Vorsteuergewinn von insgesamt TEUR 2.065 bei einer Gewinnbeteiligungsquote von 50 %.

[152] Hinsichtlich der Ableitung der ewigen Rente ist nochmal deutlich darauf hinzuweisen, dass bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses, entgegen der Behauptung des Antragstellers zu 106, kein pauschaler Abschlag – weder auf den Geschäftsteil Gewerbebau noch auf Wohnbau – angesetzt wurde. Vielmehr wurden weitere Analysen zu defizitären Projekten sowie zu langfristigen Finanzierungskonditionen und abnehmenden Gewinnverteilungen bei der Beurteilung einer angemessenen Bandbreite für die ewige Rente berücksichtigt. Die letztendlich angesetzte ewige Rente in Höhe von EUR 6,3 Mio. beinhaltet keine quantitative Berücksichtigung der genannten Aspekte.

[153] Die Ableitung der ewigen Rente im Fondsgeschäft basiert auf einer getrennten Betrachtung des bereits bestehenden Geschäfts der DFH AG und des geplanten Geschäfts der neugegründeten Art-Invest Real Estate Funds GmbH. Die Planung des neu gegründeten Fondsgeschäfts für institutionelle Anleger weist einen für Start-Ups typischen Geschäftsverlauf auf. So sollen ausgehend von Anlaufverlusten in den ersten Jahren die Ergebnisse in den Folgejahren stark ansteigen. Inwieweit die DIH AG das Geschäft, für die die erforderliche BaFin Genehmigung zum Bewertungszeitpunkt noch ausstand, erfolgreich einführen und ausbauen kann, war ungewiss. Darüber hinaus standen Vergangenheitszahlen, mit denen die Planungsansätze hätten plausibilisiert werden können, bei der DIH AG nicht zur Verfügung. Unter Berücksichtigung des volatilen Geschäftsverlaufs, der aktuellen Entwicklung und der Planungsrechnung der DFH AG sowie vorhandener Unsicherheiten und fehlender aktueller Ertragskraft der Art-Invest Real Estate Funds GmbH erachteten die Unternehmensleitung und der Bewertungsgutachter für das geplante Fondsgeschäft ohne die Berücksichtigung von Anlaufverlusten ein nachhaltiges Ergebnis von rund TEUR 780 für angemessen. Die Angemessenheit dieses Ausgangswerts hat der gerichtlich bestellte Prüfer ausdrücklich bestätigt.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 52.

[154] Der Vorwurf einiger Antragsteller lautet, die Vorgehensweise des Bewertungsgutachters sei mit dem Gebot der Nichtberücksichtigung des bilanziellen Vorsichtsprinzips unvereinbar. Das unternehmerische Risiko dürfe nicht doppelt (in den Ergebnissen und im Kapitalisierungszinssatz) abgebildet werden, so dass eine der beiden Parteien einseitig benachteiligt wird. Dem ist grundsätzlich nichts entgegenzusetzen. Bei der Ermittlung objektiver Unternehmenswerte ist jedoch für die Prognosen der abzuweisenden Ergebnisse ein Erwartungswert anzusetzen.

WP Handbuch 2014, Kapitel A, Rn. 142 f.

[155] Auch wenn „keine rational handelnde Gesellschaft Projekte mit negativem Kapitalwert durchführen“ würde (vgl. Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, S. 33), so bedeutet das im Umkehrschluss keineswegs, dass



diese keinesfalls zu erwarten wären. Vielmehr besteht im Projektentwicklungsgeschäft das inhärente Risiko insbesondere darin, dass Projekte, die mit einem positiven Kapitalwert geplant und deshalb auch in Angriff genommen werden, im Realisationszeitraum bisweilen – und wider Erwarten – Verluste erwirtschaften. Die Analyse der Vergangenheit der DIH AG bestätigt diesen allgemeinen Befund und zeigt, dass bei der DIH AG Projekte mit negativem Kapitalwert in einer längerfristigen Betrachtung durchaus vorkommen und daher – zumindest in der ewigen Rente – Eingang in den Erwartungswert finden müssen.

[156] Nach den dargelegten Ausführungen ist der Vorwurf einer willkürlichen Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses unbegründet.

## **6. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

[157] Die Behauptung des Antragstellers zu 14, die DIH AG gehe auf die Nordwolle zurück und müsse dementsprechend über Kunstgegenstände verfügen, ist aus der Luft gegriffen und wird als substanzlos zurückgewiesen. Derart „erworbene“ Vermögensgegenstände existieren bei der DIH AG nicht.

[158] Ähnlich substanzlos und unklar ist überdies die Herkunft der Behauptung desselben Antragstellers, i.d.R. würden nur 30 % der Liquidität für die Aufrechterhaltung des Betriebs benötigt. Bei der DIH AG handelt es sich um ein Immobilienunternehmen, dessen Kerngeschäft die Projektentwicklung sowohl im Wohnungs- als auch im Gewerbebau darstellt. Die Natur dieses Geschäfts setzt hohe Investitionen in die jeweiligen Projekte voraus, wie aus der Finanzbedarfsrechnung ersichtlich wird.

vgl. Bewertungsgutachten, S. 46.

[159] Des Weiteren stellt die DIH AG den Tochtergesellschaften zur Finanzierung der Projekte Eigenkapital bzw. nachrangiges Fremdkapital zur Verfügung. Dies ist Voraussetzung für die Aufnahme zusätzlichen Fremdkapitals der Tochtergesellschaften bei Kreditinstituten, die das Ausfallrisiko ihrer Kredite neben dinglichen Sicherheiten zusätzlich über Bürgschaften absichern lassen. Bürgschaftsgeber ist in diesen Fällen die DIH AG ohne Risikobeteiligung des jewei-

ligen Projektentwicklungspartners. Damit liegt das Ausfallrisiko für die mit Bürgschaften belasteten Kreditvolumen der Projektgesellschaften ausschließliche bei der DIH AG. Vor diesem Hintergrund ist eine ausreichende, konstante Liquidität unerlässlich.

[160] Es bleibt festzuhalten, dass die DIH AG über keine nicht betriebsnotwendige Liquidität verfügt. Ebenso wenig gab es in der DIH AG oder in den Tochtergesellschaften nicht betriebsnotwendiges Vermögen, da es sich insbesondere bei letzteren um Projektgesellschaften handelt. Auch der gerichtlich bestellte Prüfer ist zu keinem anderen Ergebnis gekommen.

Prüfungsbericht Dr. Schuppen vom 17. Januar 2012, S. 31 Rn. 105.

## 7. Ausschüttung / Thesaurierung

[161] Was die Ausschüttungsquote der DIH AG anbetrifft, wird sowohl der Ansatz einer höheren (Antragsteller zu 5) als auch einer niedrigeren Ausschüttungsquote gefordert (Antragsteller zu 39-41). Hinzuweisen ist darauf, dass die thesaurierten Beträge im Planungszeitraum (2012-2013) vor allem zur Projektfinanzierung verwendet werden, sodass erst im Jahr 2014 das Jahresergebnis vollständig ausgeschüttet werden kann und darüber hinausgehende Einzahlungsüberschüsse für die Rückführung der bestehenden Darlehen verwendet werden. Die Thesaurierungen in den ersten Planjahren folgen im Übrigen der in den vergangenen Jahren praktizierten Thesaurierungsprämisse, wie in nachfolgender Übersicht über die Ausschüttungsquote der DIH AG nachzuvollziehen ist:

<i>in % des Konzernjahresüberschusses</i>	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Ausschüttungsquote	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	87,9%	1,3%

Quelle: Geschäftsberichte 2006 bis 2010, EY Analysen

[162] Für die Jahre ab 2015 (ewige Rente) ist eine Annahme über die Verwendung der von der DIH AG erwirtschafteten Mittel erforderlich. Diese soll sich

grundsätzlich nach dem Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage (Aktienportfolio) richten.

IDW S 1, Tz. 37; WP Handbuch 2014, Kapitel A, Rn. 286.

[163] Die durchschnittliche Ausschüttungsquote im Zeitraum 1988 bis 2003 betrug bei DAX Unternehmen rund 51 % und bei MDAX Unternehmen rund 48 %.

*Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel, WPg 2004, 889, 894.*

[164] Vor diesem Hintergrund und unter Berücksichtigung einer restriktiven Ausschüttungspolitik der DIH AG sowie der Peer Group in der Vergangenheit wurde in der vorliegenden Bewertung der DIH AG typisierend in der ewigen Rente von einer Dividendenausschüttungsquote in Höhe von 40 % des Jahresüberschusses ausgegangen.

[165] Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass bei der Bestimmung des Ausschüttungsverhaltens grundsätzlich auf das spezifische Unternehmenskonzept (in der Detailplanungsphase) bzw. der Alternativanlage (in der ewigen Rente) aufzusetzen ist. Dieses Vorgehen wird ausdrücklich vom Angemessenheitsprüfer als angemessen bezeichnet.

Prüfungsbericht Dr. Schüppen vom 17. Januar 2012, Rn. 104.

[166] Den nicht ausgeschütteten Gewinnen liegt die Vorstellung zugrunde, dass diese in das operative Geschäft investiert werden und dort eine Rendite in Höhe der Kapitalkosten erwirtschaften, woraus sich der im Ertragswert berücksichtigte Wertbeitrag aus Thesaurierung ergibt. Die so erzielten Ertragsteigerungen können den Anteilseignern z. B. über Kursgewinnrealisierungen zufließen und werden ihnen für Zwecke der Bewertung unmittelbar zugerechnet. Seit der Einführung der Abgeltungssteuer zum 1. Januar 2009 unterliegen Kursgewinne unabhängig von der Haltedauer der persönlichen Einkommensbesteuerung (25 % + SolZ). Das Bewertungsgutachten hat eine typisierte Haltedauer von rund 40 Jahren zugrunde gelegt, die allgemein Anerkennung findet.

vgl. WP Handbuch II, 2014, Kapitel A, Rn. 115.

[167] Unter Berücksichtigung einer Haltedauer von rund 40 Jahren ergibt sich aufgrund von Diskontierungseffekten für die Besteuerung von Kursgewinnen ein „effektiver“ Steuersatz in Höhe von ca. 13,2 %. Da der auf Wertbeiträge aus Thesaurierung angesetzte effektive Steuersatz unterhalb des auf Gewinnausschüttungen angewendeten Steuersatzes (25 % + SolZ) liegt, führt eine geringere Ausschüttungsquote zu einem höheren Ertragswert. Vor diesem Hintergrund ist die von dem Antragsteller zu 5 vorgebrachte Forderung einer höheren Ausschüttungsquote nicht nachvollziehbar.

[168] Für den Wertbeitrag aus Thesaurierung in der ewigen Rente wurde ein hälftiger Abgeltungssteuersatz von 12,5 % zuzüglich Solidaritätszuschlag angesetzt. Dies entspricht dem derzeit in der Praxis verbreiteten und von der Fachwissenschaft anerkannten Vorgehen.

WP Handbuch 2014, Band II, Kapitel A, Rn 115.

[169] Eine solche Vorgehensweise wird zudem auch vom OLG Stuttgart gestützt, da insbesondere die Anwendung der Veräußerungsgewinnsteuer nicht nur im Zähler bereits ab dem 1. Januar 2009, sondern auch in der Marktrisikoprämie berücksichtigt wird. Gegen die Berücksichtigung des Wertes als Schätzungsgrundlage bestehen keine obergerichtlichen Bedenken.

OLG Stuttgart 15. Oktober 2013, Az. 20 W 3/13, juris Rz. 116; OLG Stuttgart AG 2013, 724, 728.

[170] Es bleibt im Übrigen darauf hinzuweisen, dass es sich bei dem ermittelten Unternehmenswert der DIH AG um einen Zukunftswert handelt, für den unter Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag gültigen Steuersystems die zukünftige Besteuerung maßgeblich ist. Ein wie von einem Antragsteller vorgeschlagener Abgeltungssteuersatz von 1,04 % ist daher nicht nachvollziehbar.

## 8. Bereinigung der Ist-Zahlen

[171] Es wurde bemängelt, dass die für die Vergangenheit vorgenommenen Bereinigungen bloß in einer Übersicht dargestellt, nicht jedoch erläutert wurden. Es wird darauf hingewiesen, dass die Geschäfts- und Ergebnisentwicklung der Geschäftsjahre 2008, 2009 und 2010 um Einmaleffekte bereinigt wurden, um sie grundsätzlich vergleichbar mit der Planungsrechnung zu machen. Gutachtlich vorgenommene Bereinigungen der Vergangenheitserfolgsrechnungen um einmalige, nicht wiederkehrende Effekte dienen dazu, die Plausibilität der Planungsrechnungen auf Basis der historischen Ertragskraft zu würdigen. Sie wirken sich nicht unmittelbar auf die Ermittlung des Unternehmenswerts aus, da die Wertermittlung auf zukünftigen Ergebnissen der DIH AG beruht. Es wurden daher nur als wesentlich erachtete außerordentliche Effekte bereinigt. Diese sind im Übrigen im Bewertungsgutachten auf S. 25 im Anschluss an die tabellarische Übersicht erläutert.

[172] Die von den Antragstellern zu 57 und 72 angesprochenen Bereinigungen bezüglich der Geschäftstätigkeiten in Polen beziehen sich auf verschiedene Sachverhalte und weisen teils gegenläufige Ergebniswirkungen aus. Nachfolgende Tabelle erläutert die zugrunde liegenden Gegebenheiten:

Währung: € 000	2010	Anmerkung
1) Außerplanmäßige Abschreibung auf Grundstück und Wohneinheiten Kuropaty	224	Siehe Geschäftsbericht 2010, Konzernanhang Nr. "26. Abschreibungen", S. 96
2) Außerplanmäßige Abschreibung auf Grundstück und Gebäude Krasickiego	466	Siehe Geschäftsbericht 2010, Konzernanhang Nr. "26. Abschreibungen", S. 96
3) Abschreibung auf Forderung zuzüglich Zinsen aus Rückabwicklung eines Grundstückkaufs in Polen gegen die Sokolowska Sp. z o.o.	1.192	Siehe Geschäftsbericht 2010, Konzernanhang Nr. "26. Abschreibungen", S. 96
<b>Außerplanmäßige Abschreibungen</b>	<b>1.882</b>	Vgl. Bewertungsgutachten S. 22
4) Zinserträge im Zusammenhang mit der Rückabwicklung eines Grundstückkaufs in Polen	(727)	Siehe Geschäftsbericht 2010, Konzernanhang Nr. "29. Zinserträge und ähnliche Erträge", S. 97
<b>Abschreibungen auf Geschäftstätigkeiten in Polen</b>	<b>1.155</b>	Vgl. Bewertungsgutachten S. 25

## 9. Darlehen

[173] Die Antragsteller zu 39 bis 41 bemängeln, dass für die Einzelwertberichtigung der Darlehensforderung gegenüber der Victoria Investment Sp. z o.o.

keine Gründe für die Wertberichtigung angegeben wurde. Ebenso wurde eine Einschätzung hinsichtlich einer potenziellen zukünftigen Wertaufholung gefordert. Aufgrund mangelnder Erfolge hat sich die DIH AG dazu entschlossen, sich aus dem polnischen Markt zurückzuziehen und die Victoria Investment Sp. z o.o. entsprechend zu liquidieren. Weder aus damaliger, noch aus heutiger Sicht gab bzw. gibt es Grund zur Annahme künftiger Wertaufholungen. Vielmehr wurde auch in 2012 eine Einzelwertberichtigung auf Darlehen im Zusammenhang mit der Victoria Investment Sp. z o.o. vorgenommen, die keine Berücksichtigung in der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Planung fand.

[174] Des Weiteren wurde die Notwendigkeit eines Darlehens der Hauptaktionärin i. H. v. TEUR 25.000 sowie die Angemessenheit der Verzinsung in Frage gestellt. Die DIH AG hat mit Vertrag vom 25. Juni 2009 ein Darlehen von TEUR 25.000 seitens der Zech Group GmbH erhalten. Das Darlehen war zweckgebunden und steht der Darlehensnehmerin ausschließlich zur Finanzierung des Projekts „Kö-Bogen“ Düsseldorf zur Verfügung. Die Laufzeit des Darlehens war an die Finanzierungsforderungen seitens der Projektgesellschaften geknüpft und angemessen zu verzinsen. In diesem Zusammenhang wird auf die im Geschäftsbericht 2009 und 2010 enthaltenen Ausführungen zum Abhängigkeitsbericht verwiesen. Demnach erhielt die Gesellschaft bzw. das verbundene Unternehmen bei jedem Rechtsgeschäft eine angemessene Gegenleistung. Die Geschäftsberichte beider Jahre wurden im Übrigen von der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft KPMG ohne Einschränkung testiert.

DIH AG, Geschäftsbericht 2009, 51 und 123; DIH AG, Geschäftsbericht 2010, 55 und 124.

## **10. Verlustvorträge**

[175] Entgegen der Behauptung des Antragstellers zu 39 wurden die Vorteile aus der Nutzung steuerlicher Verlustvorträge in der Steuerplanung abgebildet und sind somit in die Ermittlung des Ertragswertes der DIH AG mit eingeflossen.

[176] Nach alledem ist festzuhalten, dass die von der Antragsgegnerin gewährte Barabfindung angemessen ist.

23 beglaubigte sowie 74 einfache Abschriften anbei. Der Versand von insgesamt 37 Abschriften erfolgt mit Einverständnis der betreffenden Empfänger per Email.

Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH



Dr. Eberhard Vetter  
Rechtsanwalt

gez. Dr. Eberhard Vetter

