



PROF. DR. MATTHIAS SCHÜPPEN

DIRECT NUMBER  
+49 711 22 96 56-115

E-MAIL  
MATTHIAS.SCHUEPPEN@GRAFKANITZ.COM

PARISER PLATZ 7  
D-70173 STUTTGART  
TELEFON +49 711 22 96 56 0  
TELEFAX +49 711 22 96 56 138  
WWW.GRAFKANITZ.COM



## STELLUNGNAHME

im Spruchverfahren  
**Thomas Zürn u.a. ./ Zech Group GmbH**

**LG Bremen**

**– 12 O 147/13 –**

**zur Angemessenheit der Barabfindung**

betreffend die Übertragung der Aktien der  
Minderheitsaktionäre der **Deutsche Immobilien Holding AG**  
auf die Hauptaktionärin **Zech Group GmbH**  
gemäß §§ 327aff. AktG

1971-1972

Gemeinsame Eingangsstelle  
Amtsgericht u. Landgericht Bremen  
13 April 2016  
W. 3  
A. 1

1971-1972  
1973-1974  
1975-1976  
1977-1978  
1979-1980  
1981-1982  
1983-1984  
1985-1986  
1987-1988  
1989-1990  
1991-1992  
1993-1994  
1995-1996  
1997-1998  
1999-2000  
2001-2002  
2003-2004  
2005-2006  
2007-2008  
2009-2010  
2011-2012  
2013-2014  
2015-2016  
2017-2018  
2019-2020  
2021-2022  
2023-2024  
2025-2026  
2027-2028  
2029-2030  
2031-2032  
2033-2034  
2035-2036  
2037-2038  
2039-2040  
2041-2042  
2043-2044  
2045-2046  
2047-2048  
2049-2050

## Inhaltsverzeichnis

A.	Auftrag und Auftragsdurchführung .....	3
I.	Hintergrund.....	3
II.	Beauftragung.....	3
III.	Auftragsdurchführung .....	4
IV.	Agenda .....	4
B.	Stellungnahme zu einzelnen Bewertungsparametern .....	4
I.	Nachhaltiges Ergebnis.....	4
II.	Basiszins .....	5
III.	Marktrisikoprämie .....	6
IV.	Betafaktor .....	11
V.	Wachstumsabschlag .....	12
C.	Festlegung der angemessenen Barabfindung .....	13
I.	Berechnungen von Untergrenze und Obergrenze der Barabfindung.....	13
II.	Ableitung der angemessenen Barabfindung .....	15

### Anlagen

Verfügung des LG Bremen vom 22. März 2016  
Allgemeine Auftragsbedingungen

## **A. Auftrag und Auftragsdurchführung**

### **I. Hintergrund**

[1] Durch Beschluss des Landgerichts Bremen vom 17. August 2011, Geschäfts-Nr. 11-OH-1/11, bin ich in dem Verfahren zur Ermittlung der Angemessenheit der Barabfindung gem. § 327c Abs. 2 AktG betreffend die Deutsche Immobilien Holding AG (nachfolgend auch: „Gesellschaft“) zum gerichtlich bestimmten, sachverständigen Prüfer bestellt worden. Meine Prüfung habe ich vom 13. September 2011 bis zum 10. Januar 2012 durchgeführt und über deren Ergebnis in meinem Prüfungsbericht vom 17. Januar 2012 berichtet („Prüfungsbericht“). Unter dem 27. Februar 2012 habe ich mit Blick auf die am 28. Februar 2012 stattfindende Hauptversammlung meinen Prüfungsbericht vom 17. Januar 2012 stichtagsbezogen ergänzt („aktualisierter Prüfungsbericht“).

[2] Gegen den in der Hauptversammlung vom 28. Februar 2012 gefassten Beschluss zur Übertragung der Aktien der übrigen Aktionäre auf den Hauptaktionär gemäß § 327a AktG haben verschiedene Aktionäre Anfechtungsklage erhoben. Den von der Gesellschaft gestellten Freigabeantrag hat das OLG Bremen durch Beschl. vom 16.08.2012 (2 U 51/12 = ZIP 2013, 460) rechtskräftig abgewiesen. Im Anfechtungsverfahren hat sich die Gesellschaft mit den klagenden Aktionären sodann durch Vergleich auf eine Erhöhung der Barabfindung auf EUR 2,75 geeinigt. Eine Reihe von Aktionären haben nach zwischenzeitlicher Eintragung des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre im Handelsregister von der durch den Vergleich offen gelassenen Möglichkeit, ein Spruchverfahren einzuleiten und die Festsetzung einer angemessenen Abfindung durch das Gericht zu beantragen, Gebrauch gemacht.

### **II. Beauftragung**

[3] Nach telefonischer Vorankündigung im Dezember 2015 und nach Aufhebung eines zunächst für den 18. Dezember 2015 anberaumten Termins zur mündlichen Verhandlung hat mir das Landgericht Bremen in diesem Spruchverfahren (Az.: 12 O 147/13) durch Verfügung vom 22. März 2016 aufgegeben, schriftlich zu näher konkretisierten Einwendungen der Antragsteller Stellung zu nehmen sowie anzugeben, welchen Betrag ich auf der Grundlage meiner bisherigen Prüfung als Barabfindung für angemessen halte (Anlage 1). Hierzu sind mir im Dezember 2015 Kopien der Gerichtsakte übermittelt worden.

### **III. Auftragsdurchführung**

[4] Den Auftrag habe ich, mit meinen Mitarbeitern, beginnend mit dem Aktenstudium im Dezember 2015 und mit Unterbrechungen im Zeitraum bis zum 12. April 2016 auf der Grundlage der übermittelten Aktenkopien und Literaturstudiums durchgeführt. Für die Durchführung meines Auftrags und meiner Verantwortlichkeit sind die als Anlage 2 beigefügten allgemeinen Auftragsbedingungen für Wirtschaftsprüfer und Wirtschaftsprüfungsgesellschaften in der Fassung von 1. Januar 2002 maßgebend. Im Übrigen verweise ich zu meiner Stellung und Verantwortlichkeit als gerichtlich bestellter Sachverständiger Prüfer auf die Darstellung in den Textziffern 3-8 meines Prüfungsberichtes vom 17. Januar 2012.

### **IV. Agenda**

[5] In meiner nachfolgenden Stellungnahme gehe ich in einem ersten Abschnitt auf die in der Verfügung der 12. Kammer für Handelssachen (unter II.) adressierten Bewertungsparameter nachhaltiges Ergebnis (B.I), Basiszins (B.II), Marktrisikoprämie (B.3), Betafaktor (B.4) und Wachstumsabschlag (B.5) ein. Im Abschnitt C. komme ich sodann der Aufforderung des Gerichtes nach, einen Betrag zu benennen, den ich als Barabfindung für angemessen halte.

## **B. Stellungnahme zu einzelnen Bewertungsparametern**

### **I. Nachhaltiges Ergebnis**

[6] Die grundsätzliche Idee des Bewertungsgutachters auf einen bereinigten Durchschnitt der Planjahre abzustellen, wurde von mir als sachgerecht eingeschätzt um zu einem Ausgangswert für das nachhaltige Ergebnis zu gelangen (vgl. Prüfungsbericht Tz 51 ff.). Auch halte ich es für angesichts der Angaben der Unternehmensleitung sinnvoll, die Ergebnisbeiträge des „Kö-Bogens“ bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses zu bereinigen und für das nachhaltige Ergebnis durch ein typisches Referenzprojekt zu ersetzen. Bei dem „Kö-Bogen“ handelt es sich tatsächlich um ein außergewöhnliches Projekt, dass jedenfalls genau so nicht wieder zu erwarten ist bzw. für das nachhaltige Ergebnis nicht als sich unendlich wiederholend angenommen werden kann. Entscheidend ist insoweit – da es um die Unternehmensplanung und strategische Geschäftsentscheidungen geht – die Sicht des Unternehmens.

[7] Die Ableitung eines Basiswertes für das nachhaltige Ergebnis über eine Durchschnittsbildung über die Jahre 2011 bis 2014 habe ich bei meiner Prüfung für sachgerecht gehalten, da hierdurch die zeitlichen Effekte, die sich aus den langen Projektlaufzeiten ergeben, abgebildet werden können. Allerdings führt diese Vorgehensweise zu einer „Mischung“ von Ist- und Planjahren und insbesondere zur Berücksichtigung des im Vergleich zu den Planjahren deutlich schlechteren Ergebnisses für das Jahr 2011. Für die Bestimmung der Wertuntergrenze halte ich hieran aus den in Tz 55 meines Prüfungsberichtes genannten Gründen (Stichtags- und Glättungseffekt) fest.

[8] Allerdings habe ich bereits in meinem Prüfungsbericht darauf hingewiesen (Tz 57), dass die Durchschnittsbildung zur Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses auch auf der Basis der drei Planjahre 2012 bis 2014 erfolgen könnte. Auch die hierfür sprechenden, sehr gewichtigen Argumente (aktualisierte Planung in Kenntnis des schlechten Ist-Jahres 2011, Anwendung der vom Bewertungsgutachter vorgeschlagenen Methodik) habe ich aufgeführt. Ich halte es aus heutiger Sicht aufgrund dieser Argumente und im Lichte der ausgetauschten Schriftsätze für sachgerecht, bei der Ableitung des nachhaltigen Ergebnisses für die Wertobergrenze den sich danach ergebenden, höheren Ausgangswert von Mio. EUR 8,472 anzusetzen. Dass ich dies bei meiner Prüfung nicht getan habe, führe ich auf die psychologische Dynamik der Parallelprüfung zurück.

## II. Basiszins

[9] Der Basiszinssatz wurde zutreffend auf Grundlage der Zinsstrukturdaten der Deutschen Bundesbank anhand der Svensson-Methode ermittelt. Die Ermittlung des Basiszinssatzes auf der Grundlage der am Bewertungsstichtag gültigen Zinsstrukturkurve für deutsche Staatsanleihen nach der Svensson-Methode entspricht einer weitgehend konsentierten Bewertungspraxis. (Vgl. nur OLG Düsseldorf v. 4.7.2012, I-26 W 8/10, Rn. 40 ff. (zit. nach juris); OLG Stuttgart v. 17.10.2011, 20 W 7/11, Rn. 285 (zit. nach juris); OLG München v. 14.7.2009, 31 Wx 121/06, Rn. 18 (zit. nach juris); OLG Karlsruhe v. 16.7.2008 - 12 W 16/02, Rn. 60 ff. (zit. nach juris); Hachmeister/Ruthardt, WPg 2014, S. 894, 898; Emmerich, in Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Auflage 2013, § 305 Rn. 66).

[10] Der Verweis auf einen Abschlag auf den Basiszinssatz aufgrund der Existenz von Credit Default Swaps ist ein theoretisch interessanter, aber praktisch problematischer Ansatz. Anleihen der Bundesrepublik Deutschland werden in jüngerer

Zeit und damit auch zum Bewertungsstichtag von einer Vielzahl von Kapitalmarktteilnehmern als einer der wenigen verbliebenen "sicheren Häfen" angesehen (vgl. *Zeidler/Tschöpel/Bertram*, CFB 2/2012, S. 74).

[11] Würde man in Betracht ziehen, dass Investoren selbst deutsche Bundesanleihen derzeit nicht mehr als völlig risikolos betrachten, sondern ihnen möglicherweise eine gewisse Ausfallwahrscheinlichkeit zuordnen, enthalten die beobachtbaren Renditen deutscher Bundesanleihen auch eine Risikokomponente. Die Realverzinsungskomponente der beobachtbaren Renditen würde sich damit noch weiter reduzieren. Allerdings müsste man konsequent die Marktrisikoprämie, die in empirischen Untersuchungen und modelltheoretisch ja aus der Differenz von Aktienrenditen und Renditen sicherer Anleihen abgeleitet wird, erhöhen. Hierzu fehlen wissenschaftliche Vorarbeiten und Erfahrungen der Bewertungspraxis.

[12] Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland weisen nur vernachlässigbare Ausfallrisiken auf; sie erhalten bei Rating-Agenturen durchgehend hohe Bonitätseinschätzungen. Es ist daher jedenfalls gegenwärtig sinnvoll, auf deutsche Staatsanleihen abzustellen (vgl. auch IDW S 1 2008, Rn. 116; WP-Hdb., Bd. II, 14. Aufl. 2014, A 351).

[13] Ohne dass dies entscheidenden Einfluss auf meine Meinungsbildung hat weise ich darauf hin, dass das LG München eine Reduktion des Basiszinssatzes aufgrund der Existenz von Credit Default Swaps in Bezug auf staatliche Anleihen der Bundesrepublik Deutschland abgelehnt hat. Die Bundesrepublik Deutschland sei „unverändert ein sicherer Schuldner“, auf ein theoretisches Restausfallrisiko komme es nicht entscheidend an, da „völlig risikofreie Anlagen ohnehin nicht verfügbar sind.“ (LG München vom 06.03.2015 - 5 HKO 662/13, Beschlusstext S. 60 f.). Darüber hinaus gebe es zwar Spekulationen gegen die Bundesrepublik Deutschland, allerdings nur in einem zahlenmäßig so geringen Ausmaß, dass diese nicht als Rechtfertigung für eine Reduktion des Basiszinssatzes herangezogen werden könnten. Auch dürften die Staatsschulden der Bundesrepublik Deutschland aufgrund Art. 109 Abs. 3 und Art. 115 Abs. 2 GG nicht in dem Ausmaß der Vergangenheit weiter ansteigen. (vgl. LG München vom 06.03.2015 - 5 HKO 662/13, Beschlusstext S. 61).

### **III. Marktrisikoprämie**

[14] Die angesetzte Marktrisikoprämie in Höhe von 5% nach persönlichen Steuern liegt innerhalb gängiger Bandbreiten, von der Rechtsprechung akzeptierter Marktrisikoprämien. So hat beispielsweise das OLG Frankfurt a.M. im Zusammenhang mit

dem Ansatz einer Marktrisikoprämie nach Steuern in Höhe von 5% ausgeführt, dass hiergegen vorgebrachte Argumente „jedenfalls nicht dergestalt [überzeugen können], dass von dem der Größenordnung nach grundsätzlich in weiten Teilen der Literatur, Fachwelt und Rechtsprechung anerkannten Wert abzuweichen wäre“ (OLG Frankfurt a.M. vom 30.8.2012 - 21 W 14/11, Rn. 69 (zit. nach juris); auch Hachmeister/Ruthardt, WPg 2014, S. 894, 899).

[15] Allerdings zeigt eine Aufstellung jüngerer Entscheidungen mit Bewertungsstichtagen nach der Einführung der Abgeltungssteuer eine Tendenz zu einer Marktrisikoprämie von 4,5%:

Nr.	Stichtag	Gericht	Beschluss	Zins
	29.8.2007	OLG Frankfurt <sup>1</sup>	24.11.2011	i: 4,43 % MRP n. St.: 5,5 % Beta: 0,9 w: 1,3 %
	19.10.2007	OLG Düsseldorf <sup>2</sup>	4.7.2012	i: 5,7 % (1 – 35 %) MRP: 4,0 % (IDW S 1/2000) MRP: 4,5 % (IDW S 1/2005) Beta: 0,53, verschuldet: 0,69 w : 1,0 %
	28.11.2007	OLG Frankfurt <sup>3</sup>	5.3.2012	i: 4,6 % (1 – 35 %) MRP n. St.: 5,5 % Beta: 1,0 w: 1,5 %
	29.11.2007	OLG Düsseldorf <sup>4</sup>	4.7.2012	i: 4,75 % (1 – 35 %) MRP n. St.: 5,0 % Beta: 1,953 - 1,443 w: 1,0 %

- 1 Vgl. OLG Frankfurt v. 24.11.2011 – 21 W 7/11. In: AG, 57. Jg. (2012), S. 515 f., Juris-Rdn. 109–152.
- 2 Vgl. OLG Düsseldorf v. 4.7.2012 – I-26 W 11/11 (AktE), Juris-Rdn. 12.
- 3 Vgl. OLG Frankfurt v. 5.3.2012 – 21 W 11/11. In: AG, 57. Jg. (2012), S. 420 f., Juris-Rdn. 57–80.
- 4 Vgl. OLG Düsseldorf v. 4.7.2012 – I-26 W 8/10 (AktE). In: AG, 57. Jg. (2012), S. 798–801, Juris-Rdn. 38–70.



Nr.	Stichtag	Gericht	Beschluss	Zins
	4.12.2007	LG Frankfurt <sup>5</sup>	5.8.2008	i = 4,5 % MRP: k.A. Beta: k.A. w: 1,3 - 1,5 %
	17.12.2007	OLG München <sup>6</sup>	26.7.2012	i: 4,5 % z: 6,0 % w: 1,5 %
	20.12.2007	OLG Frankfurt <sup>7</sup>	21.12.2010	i: 4,6 % (1 – 35 %) MRP n. St.: 5,0 % Beta: 0,431 - 0,479 w: 1,0%
	3.7.2008	OLG Frankfurt <sup>8</sup>	29.4.2011	i: 4,75 % v.St. abz. ESt MRP n. St.: 4,5 % Beta: 1,0 w: 0,5 %
	3.7.2008	OLG Frankfurt <sup>9</sup>	17.12.2012	i: 4,75 % v. St. abz. ESt MRP n. St.: 4,5 % Beta: 1,0 w: 0,5 %
	8.7.2008	OLG Frankfurt <sup>10</sup>	20.2.2012	i: 4,75 % v. St. abz. ESt MRP n. St.: 4,5 % Beta: 0,64 - 0,86 w: 1,5 %
	23.3.2009	OLG Frankfurt <sup>11</sup>	26.1.2015	i: 4,04 % (1 – 26,2 %) MRP n. St.: 4,5 % Beta 1,1 w: 2,0 %

5 Vgl. LG Frankfurt v. 5.8.2008 – 3-5 O 15/08, Juris-Rdn. 60.

6 Vgl. OLG München v. 26.7.2012 – 31 Wx 250/11, Juris-Rdn. 34

7 Vgl. OLG Frankfurt v. 21.12.2010 – 5 W 15/10, Juris-Rdn. 81.

8 Vgl. OLG Frankfurt v. 29.4.2011 – 21 W 13/11. In: AG, 56. Jg. (2011), S. 836 f., Juris-Rdn. 68, 74, 76, 93.

9 Vgl. OLG Frankfurt v. 17.12.2012 – 21 W 39/11, Juris-Rdn. 65, 66, 84.

10 Vgl. OLG Frankfurt v. 20.2.2012 – 21 W 17/11, Juris-Rdn. 50, 59, 71, 73.

11 Vgl. OLG Frankfurt v. 26.1.2015 – 21 W 26/13 (Utimaco AG), Juris-Rdn. 64.

Nr.	Stichtag	Gericht	Beschluss	Zins
	5.10.2009	OLG München <sup>12</sup>	5.5.2015	i: 4,25 % v. St. abz. ESt MRP n. St.: 4,5 % Beta: 0,9 w: 1,0 %
	20.4.2010	OLG München <sup>13</sup>	18.2.2014	i: 4,0 % v. St. abz. ESt z: 4,5 % 1. Phase z: 4,0 % 2. Phase plausibel bei MRP n. St. von 4,0 % - 5,0 % und Beta von 1,0 w: 1,0 %
	26.4.2013	LG München <sup>14</sup>	31.7.2015	i: 2,25 % (1 – 26,2 %) MRP n. St.: 5,0 % Beta: 0,9 w: 1,0 %

[16] Bei der Fragestellung, ob die Marktrisikoprämie mittels arithmetischem oder geometrischem Mittelwert berechnet werden sollte, besteht in der Literatur für Zwecke der Unternehmensbewertung eine Tendenz zugunsten des erstgenannten (so auch Stehle, WPg 2004, S. 906, 910). Dies wird maßgeblich mit Schätzfehlern bei der Mittelwertbildung begründet. In der Literatur konnte gezeigt werden, dass bei den für Unternehmensbewertungen relevanten Abzinsungsvorgängen unter der Annahme stochastischer Unabhängigkeit (hierzu sogleich) sowohl das arithmetische als auch das geometrische Mittel der historischen Renditen immer *unter* dem wahren (unbeobachtbaren) Mittelwert liegen (vgl. etwa Stehle, WPg 2004, S. 906, 919; Ruiz de Vargas, DB 2012, S. 813, 817; Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 103; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2015, S. 248 f.; jeweils mit Verweis auf die Studien von Blume, Journal of the American Statistical Association 1974, S. 634-638; Cooper, European Financial Management 1996, S. 157-167). Da das geometrische Mittel per Definition aber immer kleiner als das arithmetische Mit-

12 Vgl. OLG München v. 5.5.2015 – 31 Wx 366/13 (Hypo Real Estate), Juris-Rdn. 77–86.

13 Vgl. OLG München v. 18.2.2014 – 31 Wx 211/13. In: AG, 59. Jg. (2014), S. 455, Juris-Rdn. 19, 20, 26.

14 LG München I v. 31.7.2015 – 5 HK O 16371/13 (MAN). In: AG, 61. Jg. (2016), S. 51, Juris-Rdn. 279, 300, 303, 311, 316.

tel ausfällt, ist dieser Schätzfehler beim geometrischen Mittel zwangsläufig größer (vgl. Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 235). Mit anderen Worten: Bei stochastischer Unabhängigkeit der Aktienkurse ist das arithmetische Mittel „genauer“ (so auch Ruiz de Vargas, WPg 2012, S. 813, 816). Stochastische Unabhängigkeit bedeutet dabei, dass die Aktienkursentwicklungen verschiedener Perioden keine systematischen Beziehungen zueinander aufweisen oder anders ausgedrückt, dass aus der Aktienkursentwicklung einer Periode nicht auf die Entwicklung einer Folgeperiode geschlossen werden kann (sog. Random Walk-Hypothese). Auf effizienten Märkten - die auch vom CAPM unterstellt werden - ist dies eine sachgerechte Annahme. Ballwieser/Hachmeister kommen in diesem Zusammenhang zu folgendem Ergebnis: „Nach der Literatur ist das arithmetische Mittel richtig, wenn man das einperiodige CAPM der Renditeberechnung zugrundelegt, es für mehrere Perioden anwendet und unabhängige und identisch verteilte Renditen zu erwarten sind“ (Ballwieser/Hachmeister, Unternehmensbewertung, 4. Aufl., 2013, S. 103).

[17] Tatsächlich verweisen einige Autoren jedoch darauf, dass in der Praxis eine schwache negative Autokorrelation der Aktienrenditen vorliegen soll (vgl. etwa Munkert, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2005, S. 236; Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 7. Aufl., 2015, S. 250). Dies bedeutet, dass zu einem gewissen Grad die Aktienkursentwicklung einer Periode tendenziell auf eine gegenläufige Entwicklung in der Folgeperiode schließen lässt (vgl. Stehle, Breitbandgutachten 2010, S. 174). In diesem Fall wären sowohl das arithmetische als auch das geometrische Mittel verzerrte Schätzer, allerdings wären beide erneut nach unten verzerrt (d.h. die wahre Marktrisikoprämie liegt höher; vgl. Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 113). Auch in diesem Fall wäre demnach das (höhere) arithmetische Mittel überlegen (so auch Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., 2012, S. 113 unter Verweis auf die oben zitierte Studie von Cooper). Im Ergebnis ist somit festzuhalten, dass das arithmetische Mittel am besten geeignet ist, um aus historischen Renditedaten auf die zukünftige Marktrisikoprämie zu schließen.

[18] Ausgehend von den vorstehenden Überlegungen halte ich im vorliegenden Fall bei der Ermittlung der Wertuntergrenze unverändert den Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,0% nach Steuern für sachgerecht.

[19] Allerdings sprechen auch gewichtige Argumente für die Annahme einer Marktrisikoprämie von 4,5%. Diese stellt den Mittelwert der zum Bewertungsstichtag maßgeblichen Bandbreite der Empfehlung des Fachausschusses Unternehmens-

bewertung und Betriebswirtschaft des IDW dar. Die Tendenz der sich in der Rechtsprechung niederschlagenden Bewertungspraxis deutet ebenfalls in diese Richtung. Auch das oben theoretisch diskutierte Modell der Annahme einer Risikokomponente im Basiszinssatz und eine entsprechende Erhöhung der Marktrisikoprämie würde – wenn der Betafaktor wie vorliegend kleiner 1 ist – zu einem sinkenden Kapitalisierungszinssatz führen. Last but not least ist auch der Bewertungsgutachter selbst zunächst von einer Marktrisikoprämie von 4,5% ausgegangen (Prüfungsbericht Tz 128). Aus heutiger Sicht halte ich es daher für geboten, bei der Ermittlung der Wertobergrenze von einer Marktrisikoprämie von 4,5% auszugehen. Dass ich dies bei meiner Prüfung nicht getan habe, führe ich auf die psychologische Dynamik der Parallelprüfung zurück.

#### **IV. Betafaktor**

[20] Der Verweis der Antragsteller auf einen originären Betafaktor trägt nicht. Zunächst mangelt es den originären Betafaktoren bereits an statistischer Aussagefähigkeit. Zudem wird der originäre Betafaktor auf Basis der Börsenkurse der Gesellschaft ermittelt. Die Kursbildung an der Börse erfolgt für einzelne Minderheitsanteile grundsätzlich auf Basis der öffentlich verfügbaren Informationen unter Beachtung der Auswirkungen der konkreten Eigentümerstruktur. Bei der fundamentalen Bewertung über das Ertragswertverfahren werden dagegen auch öffentlich nicht verfügbare, unternehmensinterne Informationen - insbesondere die Unternehmensplanung - verarbeitet. Zudem wird bei der Ermittlung des objektivierten Unternehmenswerts mittels Ertragswertverfahren von möglichen aktionärsstrukturbedingten Wertauswirkungen abstrahiert.

[21] Aufgrund der unterschiedlichen Informationsbasis und Bewertungsperspektive wird in der Literatur die Ansicht vertreten, dass der originäre Betafaktor beherrschter Unternehmen bei der fundamentalen Unternehmensbewertung in aktienrechtlichen Abfindungsfällen generell nicht herangezogen werden kann (vgl. Ruthardt, Normzweckkonforme Unternehmensbewertung und Abfindungsbemessung beim aktienrechtlichen Squeeze Out, 2014, S. 158). An dieser Stelle bietet sich auch eine analoge Überlegung zur Bewertung bei Vorliegen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages an. Wird bei Bestehen eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages eine Bewertung „wie es steht und liegt“ vorgenommen und der eigene Betafaktor bzw. der Betafaktor vertraglich beherrschter Unternehmen herangezogen, dann müsste ebenso akzeptiert werden, dass das Unternehmen dann auch einen Gewinn von „null“ erzielt (vgl. Jonas, in Laitenberger/Löffler (Hrsg.), Festschrift Kruschwitz, 2008, S. 109).

[22] Der Rückgriff auf eine Peer Group zur Ableitung des Betafaktors ist in der Bewertungspraxis und Rechtsprechung anerkannt (vgl. für umfassende Hinweise Hachmeister/Ruthardt/Eitel, WPg 2013, S. 762, 771). Durch die Zusammenstellung der Peer Group aus dem Prüfungsbericht wird das operative Geschäftsrisiko der Gesellschaft angemessen approximiert. Eine weitere „freihändige“ Korrektur des errechneten Betafaktors ist demgegenüber nicht angezeigt, weil bereits die Auswahl der Peergroup und der Berechnungsintervalle eine Glättung- und Durchschnittsbildung bezweckt und bewirkt.

## V. Wachstumsabschlag

[23] In der Rechtsprechung werden Wachstumsabschläge von 1 % regelmäßig als angemessen anerkannt (vgl. u.a. OLG Düsseldorf, Beschluss v. 11. Mai 2015 - 26 W 2/13, Tz. 54 (juris); OLG München, Beschluss v. 5. Mai 2015 - 31 Wx 366/13, Tz. 84 (juris); OLG Frankfurt a.M., Beschluss v. 18. Dezember 2014 - 21 W 34/12, Tz. 97 (juris)). Auch für Immobiliengesellschaften wurden regelmäßig Wachstumsabschläge in dieser Größenordnung anerkannt (vgl. hierzu die empirische Auswertung zur Rechtsprechung in Spruchverfahren bei Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, 193, 201).

[24] Der angesetzte Wachstumsabschlag steht auch nicht im Widerspruch zu den volkswirtschaftlichen Einflussfaktoren, bspw. der Inflationserwartung. Die Inflationsrate ist nämlich nur ein Faktor für die Ermittlung des Wachstumsabschlages und bestimmt diesen nicht allein. Vielmehr hängt die Entwicklung von Unternehmensgewinnen von der Markt- und Konkurrenzsituation sowie der internen Kostenentwicklung ab. Maßgeblich ist, ob das Unternehmen nachhaltig (also bis in die Unendlichkeit) in der Lage sein wird, die auf der Beschaffungsseite erwarteten, nicht notwendigerweise mit der Inflationsrate identischen Preissteigerungen durch entsprechende Preissteigerungen an seine Kunden weiterzugeben (OLG Stuttgart, AG 2010, 510, 512; OLG Stuttgart, Beschluss v. 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08, Tz. 284 (juris); OLG Frankfurt a. M., Beschluss v. 21. September 2012 - 21 W 35/11, S. 23; OLG Düsseldorf, AG 2012, 797, 802).

[25] Die konsumorientierte Inflationsrate besitzt keinen direkten Bezug zum Wachstum der bewertungsrelevanten finanziellen Überschüsse des Bewertungsobjekts und kann daher allenfalls als Ausgangspunkt von Plausibilisierungsüberlegungen dienen (WP-Hdb., Bd. II, 14. Aufl. 2014, A 382.). Im vorliegenden Fall könnte man aufgrund der dauerhaften Niedrigzinsphase und der sehr deutlichen Immobilienpreissteigerungen der letzten Jahre zwar aus heutiger Sicht ohne Weiteres zu der Meinung kommen, dass es einem Immobilienunternehmen leicht möglich sein wer-

de, Preissteigerungen mindestens in Höhe der Inflationsrate durchzusetzen. Diese Entwicklung war am Bewertungsstichtag allerdings noch nicht absehbar.

[26] Auch die These eines stets überproportionalen Wachstums der Gewinne aus unternehmerischer Tätigkeit überzeugt nicht. In der jüngeren Vergangenheit haben sich verschiedene Gerichte mit empirischen Studien zum Gewinnwachstum auseinandergesetzt. Diese werden von der Rechtsprechung zu Recht als nicht „zwingend“ oder „entscheidend“ eingeschätzt (vgl. für einen Überblick Ruthardt/Hachmeister, DB 2014, S. 193, 201 f.).

[27] Repräsentativ hierfür ist die vom OLG Stuttgart geäußerte Auffassung, dass zwar empirische Untersuchungen zum historischen Gewinnwachstum deutscher Unternehmen ein über der Inflationsrate liegendes Gewinnwachstum implizieren. Solange hierzu jedoch noch keine gefestigte Auffassung in den Wirtschaftswissenschaften erkannt werden kann – was bislang nicht der Fall ist – werden diese Ergebnisse vom Senat als nicht entscheidend angesehen (OLG Stuttgart, 5. Juni 2013, 20 W 6/10, Tz. 232 (juris); im Ergebnis auch OLG Düsseldorf, 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), Tz. 68 (juris)).

## C. Festlegung der angemessenen Barabfindung

### I. Berechnungen von Untergrenze und Obergrenze der Barabfindung

[28] Auf der Basis meiner vorstehenden Überlegungen gehe ich auch nach nochmaliger Überprüfung davon aus, dass die Untergrenze der von mir so genannten „realistischen Wertbandbreite“ auf der Grundlage einer unveränderten Parameterkombination mit EUR 2,36 anzunehmen ist:

<b>Parameterkombination für die realistische Wertuntergrenze</b>	
nachhaltiges Ergebnis ohne Fondskonzeption/-verwaltung in TEUR	6.557
nachhaltiges Ergebnis Fondskonzeption/-verwaltung in TEUR	780
nachhaltige Ausschüttungsquote	40,00 %
Basiszinssatz vor Steuern	2,60 %
Marktrisikoprämie nach Steuern	5,00 %
unverschuldeter Betafaktor ohne Fondskonzeption/-verwaltung	0,32
unverschuldeter Betafaktor Fondskonzeption/-verwaltung	0,86
Wachstumsabschlag	1,00 %

Unternehmenswert für die realistische Wertuntergrenze in TEUR	165.457
<b>Wert/Aktie für die realistische Wertuntergrenze in EUR</b>	<b>2,36</b>

[29] Dem gegenüber würde ich aus heutiger Sicht und unter Berücksichtigung der Schriftsätze von Antragsteller und Antragsgegner die Parameterkombination für die Berechnung der realistischen Wertobergrenze in zwei Punkten verändern. Zum einen setze ich heute für das nachhaltige Ergebnis ohne Fondskonzeption/-verwaltung, ausgehend von der aktualisierten Planung, EUR 8.972 an (Ausgangswert 8.472 zzgl. „Dummy-Projekt“ 0,500). Zum anderen setze ich heute für die Berechnung der realistischen Wertobergrenze die Marktrisikoprämie nach Steuern mit 4,5% an. Es ergibt sich danach eine neu berechnete realistische Wertobergrenze in Höhe von EUR 6,09:

<b>Parameterkombination für die realistische Wertobergrenze</b>	
nachhaltiges Ergebnis ohne Fondskonzeption/-verwaltung in TEUR	8.972
nachhaltiges Ergebnis Fondskonzeption/-verwaltung in TEUR	780
nachhaltige Ausschüttungsquote	40,00 %
Basiszinssatz vor Steuern	2,60 %
Marktrisikoprämie nach Steuern	4,50 %
unverschuldeter Betafaktor ohne Fondskonzeption/-verwaltung	0,15
unverschuldeter Betafaktor Fondskonzeption/-verwaltung	0,66
Wachstumsabschlag	1,00 %
Unternehmenswert für die realistische Wertobergrenze in TEUR	426.644
<b>Wert/Aktie für die realistische Wertobergrenze in EUR</b>	<b>6,09</b>

[30] Das Gericht hat mich des weiteren gebeten, zu berechnen, welcher Wert sich ergibt, wenn man beim nachhaltigen Ergebnis unterstellt, dass stets Folgeprojekte in der Größenordnung des Kö-Bogens möglich sind, mit anderen Worten eine Bereinigung dieses Projektes bei der Schätzung des nachhaltigen Ergebnisses nicht vorgenommen wird. Wie oben dargestellt, halte ich allerdings die Annahme, dass stets Folgeprojekte in einer solchen Größenordnung realisiert und erfolgreich durchgeführt werden können, ohne konkrete Basis in der Planung des Unternehmens für problematisch. Zudem hatte ich meiner bereits im Rahmen meiner Prüfung Berechnungen durchgeführt. Dabei hatte ich festgestellt, dass selbst die Berücksichtigung vergleichbarer Projekte nicht zu einem höheren Unternehmenswert führt, weil die massive zusätzliche Verschuldung zu einer wertreduzierenden Erhöhung des Betafaktors führt (Prüfungsbericht Tz 109).

## **II. Ableitung der angemessenen Barabfindung**

[31] Im Bestellungsbeschluss vom 17. August 2011 hatte mich das Gericht ausdrücklich darum gebeten, im Rahmen meiner Prüfung eine Wertspanne möglicher Unternehmenswerte anzugeben. Für die Stellungnahme im gegenwärtigen Spruchverfahren hat mich die 12. Kammer für Handelssachen nunmehr gebeten, mich dazu zu äußern, welchen konkreten Beitrag ich für angemessen halte.

[32] Dieser ist ausgehend vom aufgezeigten Rahmen einer „realistischen“ oder „plausiblen“ Wertbandbreite abzuleiten. Hierzu weise ich darauf hin, dass die Auslegung des Begriffes der „Angemessenheit“ ganz wesentlich eine Rechtsfrage ist und die Festlegung eines bestimmten Betrages jedenfalls ein rechtliches Vorverständnis voraussetzt (zur Abgrenzung der Unternehmensbewertung als Gegenstand betriebswirtschaftlicher Tatsachenfeststellung von als Rechtsanwendung qualifizierender Normauslegung ausführlich BGH, Beschl. v. 29.09.2015 – II ZB 23/14 = ZIP 2016, 110; BGH, Beschl. v. 12.01.2016 – II ZB 25/14 = ZIP 2016, 666 ff.). Zu den Rechtsfragen zählt insbesondere die Klarstellung des Inhalts einer Rechtsnorm (BGH vom 12.01.2016 II ZB 25/14, Tz. 11 (juris), Tz. 12).

[33] Vor diesem Hintergrund hätte ich im Februar 2012 als Ergebnis meiner Prüfung den jetzt aufgrund des abgeschlossenen Vergleiches festgelegten Barabfindungsbetrag in Höhe von EUR 2,75 als „angemessen“ bezeichnet, weil er innerhalb der von mir berechneten Wertbandbreite liegt. Dem hätte allerdings das Vorverständnis zu Grunde gelegen, dass nach der Rechtsprechung der Oberlandesgerichte, insbesondere des OLG Stuttgart und des OLG Frankfurt/Main, eine vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung als angemessen anzusehen ist, wenn sich der festgelegte Beitrag aufgrund sachverständiger Überprüfung als vertretbar erweist oder „nur unwesentlich“ unter dem vertretbaren Beitrag liegt.

[34] Obwohl ich das aus dieser Rechtsprechung folgende rechtliche Vorverständnis meiner Tätigkeit als betriebswirtschaftlicher Sachverständiger zugrunde gelegt hätte, habe ich diese rechtliche Beurteilung zu keinem Zeitpunkt geteilt. Zudem ist auch fraglich, ob diese Rechtsprechung noch Bestand haben kann, nachdem der II. Senat des Bundesgerichtshofes in seinen beiden oben zitierten neueren Beschlüssen in unmittelbarer Anknüpfung an die Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichtes (erneut) betont hat, dass eine „volle“ Entschädigung zu gewähren ist und das hieraus folgende Ziel einer dem „wahren“ Wert möglichst nahe kommenden Schätzung bestätigt hat.



[35] Vor diesem Hintergrund und aufgrund meiner persönlichen juristischen Überzeugung ist der Betrag der angemessenen Barabfindung als nach oben aufgerundeter Mittelwert der realistischen Wertbandbreite zu schätzen. Von diesem rechtlichen Vorverständnis ausgehend, schätze ich im vorliegenden Fall die angemessene Barabfindung auf EUR 4,30.

[36] Den sich ergebenden Wert des arithmetischen Mittels zwischen Wertuntergrenze und Wertobergrenze (EUR 4,225) habe ich auf den nächste vollen 10 Cent-Betrag aufgerundet.

Stuttgart, 12. April 2016

Beglaubigt  
  
Rechtsanwalt

Prof. Dr. Matthias Schüppen  
Wirtschaftsprüfer