



## Beschluss

**In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren  
betreffend Abfindung und Ausgleich aufgrund des  
zwischen der (ehemaligen) Design Hotels AG und  
der Antragsgegnerin abgeschlossenen  
Beherrschungsvertrages**

Beteiligte:

hat das Landgericht Berlin - Kammer für Handelssachen 102 - durch den Vorsitzenden Richter am Landgericht , den Handelsrichter und den Handelsrichter am 03.12.2021 beschlossen:

1. Die Spruchverfahrensanträge der Antragstellerinnen zu 41) und 56) werden als unzulässig verworfen.
2. Die den ausgeschiedenen Aktionären aus dem am 21. Juli 2014 abgeschlossenen Beherrschungsvertrag gemäß § 305 AktG zu zahlende Barabfindung wird auf 3,10 € je Stückaktie festgesetzt.
3. Der den Minderheitsaktionären aus dem am 21. Juli 2014 abgeschlossenen Beherrschungsvertrag nach § 304 AktG zustehende Ausgleich wird auf 0,15 € brutto je Stückaktie festgesetzt, entsprechend einem Nettobetrag von 0,12 € zuzüglich Solidaritätszuschlag und Körperschaftssteuer.
4. Die Antragsgegnerin hat die Kosten des Verfahrens zu tragen einschließlich derjenigen Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren. Ausgenommen hiervon sind die außergerichtlichen Kosten der Antragstellerinnen zu 41) und 56), die ihre außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen haben.
5. Die Festsetzung des Gegenstandswerts bleibt einem gesonderten Beschluss vorbehalten.

## Gründe:

I.

Die Antragsteller begehren mit unterschiedlichen Argumenten die Verbesserung der ihnen aus Anlass des Abschlusses eines Beherrschungsvertrages zwischen der Design Hotels AG und der Antragsgegnerin gezahlten Barabfindung beziehungsweise die Anhebung des im Rahmen dieser Strukturmaßnahme angebotenen Ausgleichs.

Die Design Hotels AG ist die Obergesellschaft der Design Hotels Gruppe, der neben der Gesellschaft selbst die Design Hotels, Inc. mit Sitz in New York/USA, die Design Hotels Ltd. mit Sitz in London sowie die Design Hotels PTE. Ltd. in Singapur als jeweils 100%-ige Beteiligungsgesellschaften angehören. Sie ist aus der lebensart global networks AG entstanden, welche ihren Sitz in Augsburg hatte und deren Aktien im Jahr 1999 erstmals an der Börse notiert wurden. Im Jahr 2003 wurde das Unternehmen in Design Hotels AG umbenannt, 2004 erfolgte die Verlegung des Hauptsitzes nach Berlin, wo die Gesellschaft zur Nummer HRB 93765 B im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg eingetragen ist.

Die Design Hotels AG besaß im Juli 2014 ein Grundkapital von 8.972.072 EUR, welches in 8.972.072 nennwertlose, auf den Inhaber lautende Stückaktien eingeteilt war. Die Aktie ist im Bereich m:access des Freiverkehrs der Bayerische Börse AG, München notiert. Weitere Börsenplätze sind Frankfurt, Berlin und Stuttgart.

Satzungsmäßiger Gegenstand des Unternehmens ist die Geschäftstätigkeit in den Geschäftsbereichen Touristik und Marketing sowie mit diesen Geschäftsbereichen verbundener Technologien, ferner die Beteiligung an Unternehmen in diesen Geschäftsbereichen und die Ausübung von Konzernleitfunktionen.

Die Design Hotels AG hat sich auf die Vermarktung und Konzeption von individuellen, inhabergeführten Boutique Hotels und kleinen Hotelgruppen spezialisiert, die im „New Luxury Segment“ positioniert sind und sich durch ihr Angebot klar vom marktüblichen Standardangebot großer Ketten abheben wollen. Die Gesellschaft wird für die ihr angeschlossenen Mitgliedshotels als Bera-

tungs-, Vermarktungs- und Positionierungsdienstleister tätig, wobei die Kunden die Möglichkeit besitzen, die für sie jeweils relevanten Leistungen aus dem Serviceportfolio der Design Hotels AG auszuwählen. Unter der Domain designhotels.com betreibt die Gesellschaft eine eigene Online-Buchungsplattform für die angeschlossenen Häuser. Zum Ende des Jahres 2013 gehörten dem Serviceverbund der Gesellschaft 268 Mitgliedshotels in 54 Ländern an. Die Gruppe beschäftigte Ende 2013 insgesamt 83 Mitarbeiter, von denen 62 unmittelbar bei der Design Hotels AG angestellt waren.

Die Gesellschaft verfügt mit ihrem Gründer Sendlinger über einen Alleinvorstand, der bei seiner Tätigkeit von einem „Executive Management Team“ unterstützt wird.

Einnahmen generiert die Design Hotels AG über Lizenzgebühren, Transaktionsgebühren für sämtliche Buchungen in den Mitgliedshotels, unabhängig vom Vertriebskanal, sowie Gebühren für gesonderte Marketing- und Beratungsdienstleistungen. Die Lizenzgebühren fallen in Form einer einmaligen Aufnahmegebühr sowie als jährlich wiederkehrende Lizenzgebühren an, die für eine Laufzeit von drei bis fünf Jahren vertraglich fest vereinbart werden und sich in ihrer Höhe nach der Größe des Mitgliedshotels richten. Die Marketing- und Kommunikationsdienstleistungen der Gesellschaft können von den Mitgliedshotels modular nach ihrem jeweiligen Bedarf in Anspruch genommen werden, es bestehen jedoch vertraglich geregelte Mindestabnahmen.

In den Jahren 2011 bis 2013 erzielte die Gesellschaft mehr als die Hälfte ihrer Umsatzerlöse mit in Europa gelegenen Hotels, wobei hier der größte Einzelmarkt Deutschland war.

Nachdem es sich bei dem Marktsegment der Boutique-Hotels zunächst um eine Nische gehandelt hatte, in welcher die Gesellschaft eine führende Position eingenommen hat, nahm die Konkurrenz in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag zu. So steht die Gesellschaft einerseits im Wettbewerb mit Boutique-Hotelseiten wie Tablet Hotels oder Secret Escapes, aber auch mit so genannten „Softbrands“ wie Leading Hotels of the World oder Small Luxury Hotels. Daneben existieren – zumeist als Tochtergesellschaften großer Ketten - direkte Hotelketten, die sich als Boutique Hotels vermarkten wie W Hotels und Andaz Hotels. Schließlich konkurriert Design Hotels mit seiner Buchungsseite auch mit breit aufgestellten Internetportalen wie Booking.com und HRS.

Die Antragsgegnerin, welche ihren Sitz in den Vereinigten Staaten hat, ist eines der größten Hotel- und Freizeitunternehmen weltweit. Sie ist die Obergesellschaft der -Gruppe, zu der mehr als 1.100 eigene und gemanagte Hotels, Ferienanlagen und Timesharing-Anlagen im



gehobenen- und Luxussegment in nahezu 100 Ländern gehören. Das Portfolio der Antragsgegnerin umfasst unter anderem die international bekannten Marken und . Die Gesellschaft ist an der New York Stock Exchange börsennotiert und beschäftigte Ende 2013 insgesamt 181.400 Mitarbeiter.

Die Antragsgegnerin hat im Februar 2012 eine zuvor von gehaltene Beteiligung an der Gesellschaft in Höhe von 49,8% übernommen. Am 18. März 2014 gab sie ihre Absicht bekannt, mit der Design Hotels einen Beherrschungsvertrag abzuschließen. Zur Mitte des Jahres 2014 hielt die Antragsgegnerin nach dem Erwerb eines Aktienpakets vom Vorstand der Gesellschaft insgesamt 6.393.758 Aktien der Design Hotels, entsprechend einer Beteiligung von 71,26 % an Gesamtkapital.

Die ordentliche Hauptversammlung der Design Hotels AG vom 21. Juli 2014 stimmte dem Abschluss eines Beherrschungsvertrages mit der Antragsgegnerin zu. Als Kompensation für diese Maßnahme verpflichtete sich die Antragsgegnerin, auf deren Verlangen für die Aktien der Minderheitsaktionäre eine Barabfindung in Höhe von 2,25 € zu zahlen. Dieser Betrag entsprach dem anteiligen Ertragswert der Design Hotels AG, welcher für die Antragsgegnerin durch (im Folgenden auch kurz als bezeichnet) mit Gutachten vom 28. Mai 2014 zum Stichtag 21. Juli 2014 mit 20,167 Mio. EUR ermittelt worden war. Der Börsenkurs der Gesellschaft, der in den drei Monaten vor der Bekanntgabe der Absicht der Strukturmaßnahme im Schnitt bei 1,03 EUR lag, war wegen der Diskrepanz zum ermittelten Ertragswert für die Höhe der Abfindung nicht maßgeblich. Für die in der Gesellschaft verbleibenden Aktionäre setzte die Antragsgegnerin eine Ausgleichszahlung in Form einer Garantiedividende auf 0,10 EUR brutto je Stückaktie fest, entsprechend einem Nachsteuerwert von 0,08 EUR pro Aktie. Die Angemessenheit von Abfindung und Ausgleich ist von der durch das Gericht bestellten Prüferin bestätigt worden.

Der Vertrag kann nach Maßgabe der Abschnitte 5.2 und 5.3 erstmals zum Ablauf der Erstlaufzeit von fünfzehn Jahren von beiden Parteien gekündigt werden. Mangels Kündigung verlängert er sich im Anschluss um jeweils zehn Jahre. Die Möglichkeit einer Kündigung aus wichtigem Grund bleibt jeweils unberührt. Im Falle der Vertragsbeendigung durch Kündigung steht den Minderheitsaktionären nach dem Vertrag ein Andienungsrecht zu. Innerhalb von zwei Monaten nach der Eintragung der Beendigung in das Handelsregister der Design Hotels können diese ihre Aktien zum vertraglichen Abfindungspreis an die Antragsgegnerin veräußern.

Im Rahmen der durchgeführten Ertragswertermittlung wurde auf die Planung der Design Hotels AG aus dem April 2014 zurückgegriffen.

Der reguläre Planungsprozess der Gesellschaft beginnt jeweils im August eines Jahres und umfasst eine detaillierte Planung für das jeweilige Folgejahr und eine hieraus entwickelte, im Detaillierungsgrad eingeschränkte Planung für die vier Folgejahre. Der Planungszeitraum von fünf Jahren ist durch die bis zum Jahr 2012 in der Bilanz ausgewiesenen aktiven latenten Steuern historisch bedingt. Die vom Executive Management Team erarbeitete Planung wird bereits während ihrer Erstellung dem Finanzausschuss des Aufsichtsrats vorgestellt und beraten. Der Aufsichtsrat verabschiedet die Planung nach deren Fertigstellung lediglich für drei Planjahre.

Für die Detailplanung des Jahres 2014 fand die erste Sitzung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats am 29. Oktober 2013 statt. Im Ergebnis dieser Sitzung sprach der Finanzausschuss die Empfehlung aus, das Budget nochmals zu überarbeiten. Die daraufhin überarbeitete Planung wurde vom Executive Management Team am 15. November 2013 und vom Aufsichtsrat am 20. November 2013 verabschiedet.

Am 24. April 2014 beschloss der Vorstand, die aufgrund der turnusmäßig erstellten Hochrechnung anhand der Ist-Zahlen für die Monate Januar bis März 2014 sich ergebenden Daten als Planansatz für das Geschäftsjahr 2014 festzuschreiben. Darüber hinaus wurde auch die Planung für die Folgejahre 2015 bis 2018 in den Punkten Material- und Personalaufwendungen sowie Abschreibungen geändert.

In den drei dem Planungszeitraum vorangegangenen Jahren hatte die Design Hotels AG ihre Umsatzerlöse von 10,363 Mio. EUR im Jahr 2010 auf 13,725 Mio. EUR im Jahr 2013 steigern können. Hauptsächlicher Wachstumstreiber waren die Transaktionsgebühren, die im Jahr 2013 einen Anteil am Gesamtumsatz von 47 % darstellten. Diesem Einnahmeposten standen auf der Ausgabenseite Materialaufwendungen in Form von Kosten für die Nutzung von IT-Reservierungssystemen („System Delivery Costs“) in Höhe von rund 20% der entstandenen Umsätze gegenüber. Die Ertragsmarge bei den Transaktionsgebühren hängt darüber hinaus vom konkret verwendeten Buchungskanal ab. Größter Aufwandsposten der Gesellschaft sind die Personalaufwendungen, die sich in der Vergangenheit jedoch unterproportional zum Umsatzanstieg entwickelt haben. Dies war vor allem darauf zurückzuführen, dass Transaktionsgebühren weniger personalintensiv sind als die von der Gesellschaft erbrachten Beratungsdienstleistungen. Ein unterproportionaler Anstieg war auch bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen zu verzeichnen,

da in den darin enthaltenen Verwaltungskosten wesentliche Fixkostenbestandteile enthalten sind. Die unbereinigte EBIT-Marge stieg von 1,8 % im Geschäftsjahr 2011 auf 8,5 % im Geschäftsjahr 2013.

Bei einem Vergleich zwischen den Ist- und Planwerten der Gesellschaft ab dem Jahr 2006 stellte die Vertragsprüferin bei EBIT und EBITDA zwar Abweichungen fest, konstatierte aber, dass die Planungen der Design Hotels AG in der Vergangenheit eher zu optimistisch gewesen sind und dass keine systematischen Planungsfehler zu Tage getreten seien.

Die Planung sieht in der Detailplanungsphase bis zum Jahr 2018 einen Anstieg der Umsätze von 8 % jährlich sowie eine Verbesserung von EBIT- und EBITDA-Margen auf Werte von 11,4 % beziehungsweise 13,7 % vor. Der geplante Anstieg des EBIT von 927 TEUR im Jahr 2013 auf 2,292 Mio. EUR im Jahr 2018 entspricht dabei einer Steigerung um 135 %. Anders als in den Vorjahren ist auch ein Anstieg der Abschreibungen geplant, welche mit zusätzlichen Investitionen in die Webseite der Gesellschaft erklärt werden. Ab dem Jahr 2019 werden sämtliche Ertrags- und Aufwandsposten mit einer als nachhaltig angesehenen Wachstumsrate von 1,0 % fortgeschrieben. Nachdem die Design Hotels AG in der Vergangenheit – auch aufgrund bilanzrechtlicher Restriktionen – keine Ausschüttungen vorgenommen hat, sieht die Planung solche auf der Basis des in der Branche üblichen Ausschüttungsverhaltens in Höhe einer Quote von 45 % vor.

Im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes hat die Bewertungsgutachterin einen gerundeten Basiszins von 2,50 % vor Steuern, eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sowie einen Betafaktor von 1,08 verwendet, wobei sie letzteren anhand einer Gruppe von vier internationalen Unternehmen plausibilisiert hat, die im Bereich von Online-Reisebüros bis hin zur Vermittlung von Ferienwohnungen tätig sind.

Dem kapitalisierten Unternehmenswert von 18,167 Mio. EUR haben Bewertungsgutachterin und Prüferin einen Wert von 2,0 Mio. EUR hinzugesetzt. In dieser Höhe werteten sie die bei der Gesellschaft vorhandene Liquidität als nicht betriebsnotwendig.

Eine Verprobung des gefundenen Ertragswerts anhand der EBIT- und EBITDA-Multiplikatoren der für die Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Vergleichsgruppe ergab, dass der Unternehmenswert je Aktie in Höhe von 2,25 EUR innerhalb der ermittelten Bandbreite liegt, sich allerdings nur knapp oberhalb der unteren Grenze bewegt.

Die Höhe des nach § 304 AktG zu zahlenden Ausgleichs ermittelten Bewertungsgutachterin und Vertragsprüferin, indem sie auf das Bonitätsrisiko der Antragsgegnerin abgestellt haben. Dieses hat die Bewertungsgutachterin unter Betrachtung der Renditen von zwei fünf beziehungsweise neun Jahre laufenden Anleihen der Antragsgegnerin gegenüber lautzeitäquivalenten amerikanischen Treasury Bonds untersucht. Hierbei ergab sich ein Credit Spread von 1,20 Prozentpunkten, welchen die Gutachterin bei der Untersuchung des Bonitätsaufschlags von amerikanischen Industrieanleihen mit einem Rating von BBB auch längerfristig als bestätigt ansah.

Der Abschluss des Gewinnabführungsvertrages wurde am 5. September 2014 in das Handelsregister der Design Hotels AG bei dem Amtsgericht Charlottenburg in Berlin eingetragen und am 8. September 2014 bekannt gemacht.

Die Antragsteller greifen die von der Antragsgegnerin festgelegte Kompensation als zu niedrig an:

Die der Bewertung zugrunde liegende Planung sei anlassbezogen und daher unbeachtlich. Die ursprüngliche, vom Aufsichtsrat genehmigte Planung aus dem Herbst 2013 sei durch eine unverbindliche Hochrechnung ersetzt und dann der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt worden. Dies sei schon aus dem Grunde unzulässig, dass es im ersten Quartal 2014 keine gravierenden Ereignisse gegeben habe, welche zu einer Verschlechterung der Planungsrechnung hätten führen können. Dies habe der Vorstand in der Hauptversammlung vom 21. Juli 2014 bestätigt. Der Zeitpunkt der Planänderung sei mit den Arbeiten am Bewertungsgutachten zusammengefallen und ganz offensichtlich auf die Einflussnahme der Antragsgegnerin zurückzuführen. Offensichtlich habe es einen Interessenkonflikt des von der Antragsgegnerin abhängigen Vorstands gegeben. Die tatsächlichen Ergebnisse im ersten Quartal 2014 hätten über denjenigen des Vorjahreszeitraums gelegen. Auch seien langfristige Anpassungen wegen einer Planabweichung in nur einem Quartal nicht plausibel. Darüber hinaus seien die von der Bewertungsgutachterin für das Jahr 2013 vorgenommenen Bereinigungen fehlerhaft, sodass die Planung auf einer zu niedrigeren Ausgangsbasis beruhe.

Die zum 1. Dezember 2013 erfolgte deutliche Erhöhung des Fixgehalts für den Vorstand sei angesichts der Größe der Gesellschaft und des Umstandes, dass dieser seinen Lebensmittelpunkt in Mexiko habe, nicht marktüblich. Dies gelte auch für die daneben mit der Antragsgegnerin vereinbarte Drittvergütung. Letztlich zeigten diese Konditionen aber auch, welches enorme Potenzial die Antragsgegnerin in der Design Hotels AG sehe.

Dass die Planung insgesamt zu negativ ausfalle zeige sich auch bereits an dem Umstand, dass im Geschäftsbericht der Design Hotels AG für das Jahr 2013 für die Folgejahre 2014 und 2015 von einem Umsatzanstieg im zweistelligen Prozentbereich die Rede sei. Der bis 2013 bestehende Wachstumspfad solle nicht fortgesetzt werden, vielmehr falle das Wachstum hinter die Vergangenheitswerte von mehr als 8 % pro Jahr zurück, obwohl dieses angesichts der geringen Unternehmensgröße höher ausfallen könne. Wegen der Skalierbarkeit des Geschäftsmodells der Gesellschaft sei auch ein stärkerer Anstieg der Rohertragsmarge zu erwarten. Aus demselben Grund müsse auch die Personalkostenquote sinken. Ein höheres Wachstum ergebe sich auch durch die zu erwartende Bündelung bisheriger Offline-Kunden und die Verdrängung klassischer Anbieter. Unplausibel sei auch die Annahme, dass die Materialaufwandsquote nach 2015 wieder steigen solle. Schließlich seien auch die steigenden Abschreibungen nicht hinreichend begründet.

Die von der Antragsgegnerin behauptete Obergrenze für die Anzahl von Mitgliedshotels bestehe in Wahrheit nicht, vielmehr sei hier von einem Wachstum auf mindestens 700 potenzielle Vertragspartner der Gesellschaft auszugehen. Die Gewinnung zusätzlicher Hotels sei allenfalls infolge von negativen Synergieeffekten durch die Zusammenarbeit mit der Antragsgegnerin als Konkurrentin behindert. Es sei anzunehmen, dass viele freie Hoteliers nicht indirekt Mitglied eines amerikanischen Kettenhotelkonzerns werden wollten.

Die Erreichung eines eingeschwungenen Zustands bereits im Jahr 2019 sei nicht plausibel, zumal das in der Planung für die Jahre bis 2018 angenommene Wachstum abrupt abgeschnitten werde.

Die Ausschüttungsquote von 45 % sei zu hoch, diese müsse unter 40 % liegen, da die Gesellschaft in der Vergangenheit keinerlei Ausschüttungen vorgenommen habe und eine entsprechende Planung des Vorstands auch nicht existiere. Im Hinblick auf die thesaurierten Beträge, welche den Minderheitsaktionären zugerechnet würden, habe die Bewertungsgutachterin den sich ergebenden Wertbeitrag mit 16% statt 13,2% einer zu hohen Steuerlast unterworfen.

Das nicht betriebsnotwendige Vermögen sei höher als 2 Mio. EUR zu taxieren, da die Gesellschaft zum Stichtag mit mehr als 4,5 Mio. EUR in Festgeldanlagen investiert gewesen sei. Es fehle an einer Berechnung des Liquiditätsbedarfs, die Höhe des freien Vermögens könne nicht auf Zuruf des Vorstands bestimmt werden.

Zum Basiszins werden verschiedene Werte für maßgeblich gehalten. Die Auffassungen der Antragsteller reichen von einer Festsetzung auf maximal 1,0% bis 2,25% bis zur Forderung nach einem Unterbleiben der in den Gutachten vorgenommenen Aufrundung des Dreimonatsschnitts auf 2,50 %. Der (ehemalige) Antragsteller Schmidt macht geltend, dass angesichts des Stichtagszinses am Bewertungsstichtag von 2,17 % eine deutlich sinkende Tendenz erkennbar sei, sodass eine (Ab-) Rundung auf 2,0 % angemessen sei.

Die in Ansatz gebrachte Marktrisikoprämie wird mit verschiedenen Begründungsansätzen als zu hoch kritisiert. Daneben wird die grundsätzliche Geeignetheit des TAX-CAPM zur Bewertung des Risikos in Zweifel gezogen.

Hinsichtlich des Betafaktors machen die Antragsteller geltend, es sei nicht nachvollziehbar, dass angesichts eines Streubesitzes von fast 25 % die Daten der eigenen Aktie der Gesellschaft nicht aussagekräftig sein sollen. Die zum Vergleich herangezogenen Unternehmen der Peer Group hätten mit der Design Hotels AG nichts gemeinsam, so dass der Betafaktor nicht aus deren Betas abgeleitet werden könne. Es sei nicht ersichtlich, dass insoweit Bestimmtheitsmaße und Liquiditätserfordernisse ermittelt worden seien. Die Berechnung des Betafaktors durch die Bewertungsgutachterin sei auch bewertungstechnisch fehlerhaft erfolgt, da sie die unterschiedlichen Bilanzierungssysteme - die Unternehmen der Peer Group bilanzierten nach US-GAAP, was erhebliche Abwertungspotenziale mit sich bringe - nicht berücksichtigt habe. Ein unverschuldetes Beta von Orbitz von weniger als 0,2 sei völlig unplausibel. Schließlich müsse berücksichtigt werden, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft wegen deren Positionierung im Luxussegment und der Unabhängigkeit vom unmittelbaren Endkundengeschäft risikoärmer sei als dasjenige der Peer Group Unternehmen. Die Marktnische der Design Hotels AG wachse deutlich stärker als der Reisemarkt insgesamt.

Der Wachstumsabschlag sei zu gering und müsse sich mindestens an der Inflationsrate orientieren, da sonst ein Schrumpfen des Unternehmens die Folge sei. In diesem Zusammenhang sei auch zu beachten, dass das Geschäftsmodell der Gesellschaft mit einem vergleichsweise geringen Kapitalbedarf verbunden sei, so dass sie für das geplante Wachstum kaum oder kein zusätzliches Eigenkapital benötige (Schmidt).

Der durchgeführte Multiplikatorvergleich zeige, dass die Bewertung der Gesellschaft zu negativ sei, da sich der Wert der Design Hotels AG deutlich unter dem Mittelwert der Peer Group bewe-

ge. Auch die nach der Planung angestrebten Margen lägen zum Teil deutlich niedriger als die dokumentierten Vergleichswerte.

Bei der Bestimmung der Abfindung müsse auch berücksichtigt werden, dass der Ausgabewert der Aktien der Gesellschaft bei 10,25 EUR gelegen habe. Darüber hinaus habe der Alleinvorstand sein Aktienpaket zu einem überbörslichen Preis an die Antragsgegnerin veräußert.

Die Höhe des Ausgleichs sei unzutreffend berechnet, da sich der Credit Spread am deutschen Markt orientieren müsse. Im Übrigen zeigten gerade jüngste Berichte über eine beabsichtigte Übernahme der Antragsgegnerin durch ein chinesisches Unternehmen, dass die von der Bewertungsgutachterin verwendete Methode nicht geeignet ist, das tatsächliche Bonitätsrisiko der Starwood abzubilden. Ein angemessener Credit Spread müsse mindestens 3,5 % betragen (Schmidt).

Die Antragsteller sowie der gemeinsame Vertreter beantragen,

Barabfindung und Ausgleich gerichtlich höher festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin verteidigt die Höhe der festgesetzten Abfindung sowie des Ausgleichs.

Die Antragsgegnerin macht geltend, dass der Vorstand sein Aktienpaket zu einem unterhalb des Bewertungsergebnisses liegenden Preis veräußert habe. Im Übrigen seien für die Höhe der Abfindung weder außerbörsliche Transaktionen noch der ursprüngliche Ausgabepreis der Aktien der Gesellschaft maßgeblich.

Die Antragsteller könnten keine generelle Vorlage einer Vielzahl von Unterlagen gemäß § 7 Abs. 7 SpruchG verlangen. Das Spruchverfahren sei keine Plattform für Auskunftsbegehren der Aktionäre über die Vorschriften der §§ 132 AktG hinaus. Dies gelte auch für den Antrag des Antragstellers Schmidt auf die Vorlage der Fragen und Antworten im notariellen Protokoll der Hauptversammlung vom 21. Juli 2014. Der Antragsteller sei auf dieser Versammlung anwesend gewesen, darüber hinaus könnten die Unterlagen beim Registergericht eingesehen werden.

Die ursprüngliche Planung der Gesellschaft aus dem November 2013 sei für den Bewertungsstichtag irrelevant, da sie durch die tatsächliche Geschäftsentwicklung seit Herbst 2013 überholt sei. Maßgeblich seien die Erkenntnisse zum Stichtag.

Anstelle der ursprünglichen Planung habe daher die Hochrechnung des Executive Management Team vom 24. April 2014 in den Planansatz für das Jahr 2014 einfließen dürfen. Insoweit seien für das Jahr 2014 kleinere Korrekturen vorgenommen worden, der entgegen der Erwartungen vom November 2013 im Zeitraum bis März 2014 mehr Hotels den Serviceverbund der Gesellschaft verlassen hätten. Auf der Grundlage dieser Entwicklung sei zu erwarten gewesen, dass der schwächere Zuwachs an Mitgliedshotels im ersten Quartal des Jahres im weiteren Jahresverlauf nicht mehr aufgeholt werden könne. In diesem Zusammenhang seien sowohl die Erwartungen zur Höhe der korrespondierenden Materialaufwendungen als auch der Ansatz für die Personalaufwendungen nach unten korrigiert worden. Auch die Abschreibungen seien verringert worden, da die Überarbeitung der Webseite des Unternehmens einen längeren Zeitraum in Anspruch nahm als zunächst erwartet worden sei.

Im Ergebnis liege das EBIT des Jahres 2014 über dem Niveau der ursprünglichen Planung, so dass die Einwendungen der Antragsteller gegen deren Anpassung letztlich gegenstandslos seien.

Im Rahmen der Erstellung des Ausblicks für das Jahr 2014 seien auch die Annahmen für den restlichen Zeitraum der am 20. November 2013 verabschiedeten Fünfjahresplanung überprüft worden. Dabei habe sich herausgestellt, dass eine Herausgabe des von der Gesellschaft publizierten Magazins „Directions“ zur Stärkung des Markenauftritts in einem halbjährlichen statt einem jährlichen Zyklus erfolgen müsse. Mit dem gleichen Ziel seien zusätzliche Vertriebs- und Marketingprojekte geplant worden. Darüber hinaus sei immer deutlicher absehbar gewesen, dass das Kommissionsgeschäft eine intensivere personelle Betreuung benötige als in der Ursprungsplanung erwartet. Vor diesem Hintergrund sei die Planung des Personalaufwands in den Planjahren 2016 bis 2018 nach oben angepasst worden. Schließlich habe der Bewertungsgutachter festgestellt, dass in den Planjahren ab 2015 die Abschreibungen auf Investitionen in vorhergehenden Jahren rechnerisch nicht korrekt abgebildet worden sei. Die entsprechende Korrektur habe zu einer Erhöhung der Abschreibungen in den Planjahren 2015 bis 2018 geführt.

Wegen der vorgenommenen Planänderung sei darauf hinzuweisen, dass der Vorstand die Pla-



nung wie jeder andere unternehmerische Entscheidung jederzeit im Rahmen seines Ermessens ändern könne. Eine solche Änderung setze nicht voraus, dass die ursprüngliche Entscheidung falsch gewesen sei und unterliege im Spruchverfahren nur einer sehr eingeschränkten Überprüfung. Entgegen der von Antragstellerseite geäußerten Vermutungen hätten Vertreter der Antragsgegnerin im Planungsprozess keine Rolle gespielt. Der Vorwurf, dass die Planung allein an den Interessen der Antragsgegnerin ausgerichtet sei, sei daher unbegründet.

Die Wachstumsraten der Gesellschaft in der Vergangenheit seien für die hier zu treffende Prognose nicht repräsentativ, zumal es kein lineares Wachstum gegeben habe. In den Jahren von 2007 bis 2009 sei das Ergebnis nach Steuern rückläufig gewesen, in den Jahren 2009 und 2012 habe die Gesellschaft Verluste geschrieben. Daher sei auch unerheblich, dass das geplante Wachstum der Umsatzerlöse in den Jahren 2014 bis 2018 unterhalb der von 2011 bis 2013 zu beobachtenden Wachstumsraten liege. Soweit von einigen Antragstellern auf Marktstudien hingewiesen werde, würden diese zum Teil falsch zitiert und betreffen andere Marktsegmente, da die Design Hotels AG kein Online-Reiseportal betreibe. Die der Planung zugrunde liegende Annahme, dass der Großteil der potenziellen Mitgliedshotels auch tatsächlich Mitglied im Serviceverbund der Gesellschaft werde, sei als ambitioniert anzusehen. Die Gesellschaft gehe davon aus, dass ihr von den Ende 2013 identifizierten 500 Mitgliedskandidaten zum Ende der Detailplanung 358 Hotels beitreten würden.

Die Planung sei auch insgesamt nicht zu negativ, da die EBIT-Marge steigend geplant sei, und zwar von einem Wert von 8,6 % im Jahr 2013 auf 14,9 % im Jahr 2018. Demgegenüber solle die Personalaufwandsquote sinken. Die EBIT-Marge habe schon immer unterhalb derjenigen der im Rahmen der Ermittlung des Betafaktors herangezogenen Vergleichsunternehmen gelegen, möglicherweise spielten die deutlich abweichenden Unternehmensgrößen hier die entscheidende Rolle. In diesem Zusammenhang sei auch zu berücksichtigen, dass die wiedergegebene Steigerung der Margen der Vergleichsunternehmen lediglich auf Analystenschätzungen beruhe.

Die Abschreibungen auf die Webseite des Unternehmens seien zutreffend geplant. Die Antragsteller könnten insoweit keine andere Unternehmenspolitik verlangen bzw. durchsetzen.

Entgegen den Behauptungen der Antragsteller gehe die Wachstumsrate im 1. Halbjahr 2014 auch nicht über die geplanten Ergebnisse hinaus. Die gestiegene Rohertragsmarge von 68 % liege unterhalb des Planwerts von 69 %, das EBITDA habe lediglich 38 % der Gesamtplanung erreicht.

Aus dem prognostizierten Wachstum des Markts für Boutique-Hotels können nicht eins zu eins auf das zukünftige Wachstum der Gesellschaft geschlossen werden, da viele große Hotelketten aggressiv in diesen Nischenmarkt vordrängen. Die Gesellschaft könne angesichts des angestrebten Marktanteils auch nicht mehr als klein angesehen werden, sodass sich unter diesem Aspekt keine überproportionalen Wachstumsraten ergäben.

Die von Antragstellerseite kritisierte Vergütung für den Alleinvorstand Sendlinger sei von dem Umstand geprägt, dass diese als Person für die Außenwahrnehmung als Unternehmensgründer wichtig sei. Es gebe auch keinen Zusammenhang zwischen dem Abschluss des Beherrschungsvertrages und der vereinbarten Drittvergütung für den Vorstand.

Synergieeffekte zwischen der Design Hotels AG und der Antragsgegnerin seien außerhalb des Beherrschungsvertrages nicht zu erwarten, zumal die Antragsgegnerin ausgehend vom Bewertungsstichtag bereits seit 2 Jahren Mehrheitsaktionärin der Gesellschaft sei.

Soweit mehrerer Antragsteller auf die Angaben zum erwarteten Wachstum im Geschäftsbericht 2013 hinwiesen, handele sich hierbei um einen Redaktionsfehler. In der entsprechenden, den Vorjahren entnommenen Passage seien lediglich die Jahreszahlen, nicht aber auch die Wachstumserwartungen aktualisiert worden.

Die ewige Rente sei ab dem Jahr 2019 zutreffend berechnet worden, da der Einschub eine Grobplanungsphase entgegen der Erwartungen einiger Antragsteller und des gemeinsamen Vertreters nicht automatisch zu einem höheren Unternehmenswert führe.

Der von Bewertungsgutachterin und Prüferin verwendete Kapitalisierungszinssatz sei nicht zu beanstanden.

Die erfolgte Aufrundung des Basiszinssatzes sei sachgerecht und diene der Beseitigung von Scheingenauigkeiten.

Auch die verwendete Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern sei nicht zu reduzieren, da aktuelle Zahlen zeigten, dass die Aktienrisikoprämie durch den Verfall des risikolosen Zinssatzes infolge der expansiven Geldpolitik tatsächlich gestiegen sei. Die Kritik der Antragsteller an der Ermittlung des Betafaktors sei nicht gerechtfertigt, da die Anforderungen an die Vergleichbarkeit einer

Peer Group nicht überspannt werden dürften. Soweit keine unmittelbar vergleichbaren börsennotierten Unternehmen identifiziert werden könnten, bliebe nichts anderes übrig als die am besten vergleichbaren Unternehmen heranzuziehen. Der unternehmenseigene Betafaktor der Gesellschaft liege, soweit er verwertbar sei, höher als der angewandte Durchschnitt der Peer Group Betas. Die Verwendung von adjusted Betas beruhe auf der Erkenntnis, dass Unternehmen extreme Risikopositionen nicht dauerhaft aufrechterhalten könnten und sich langfristig dem allgemeinen Mittelwert aller Aktien annäherten. Im konkreten Fall führe die Heranziehung von raw Betas darüber hinaus zu einem höheren Durchschnitt und damit zu einer Wertminderung.

Schließlich sei auch der Ansatz eines Wachstumsabschlages von einem Prozent nicht zu bemängeln, da angesichts der teilweisen Thesaurierung von Erlösen das effektive Gewinnwachstum der Design Hotels AG nach Berechnungen der Bewertungsgutachterin bei rund 5,39 % liege.

Die von mehreren Antragstellern verlangte Ausschüttung eines höheren Anteils der in der Gesellschaft vorhandenen flüssigen Mittel als nicht betriebsnotwendige Vermögen sei nicht gerechtfertigt. Zum einen liege das nach der geplanten Ausschüttung verbleibende Eigenkapital an der Grenze zur Unterkapitalisierung. Zum anderen zeige ein Vergleich mit den im CDAX vertretenen Unternehmen, dass das Verhältnis der flüssigen Mittel zu den Umsatzerlösen bei knapp 12 % und damit in einer ähnlichen Größenordnung wie die vorgesehenen Werte der Design Hotels AG liege.

II.

### **A. Zulässigkeit der Spruchverfahrensanträge**

Die Spruchverfahrensanträge der Antragsteller waren, mit zwei Ausnahmen, insgesamt zulässig.

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

2. Die Anträge der Antragstellerinnen und waren als unzulässig zu verwerfen, denn sie haben ihre Aktivlegitimation in Form des Nachweises ihrer Aktionärsstellung im Zeitpunkt des Antragseingangs bei Gericht nicht hinreichend dargelegt.

Die Antragstellerin I hat trotz des Hinweises der Kammer in der Terminsverfügung vom 22. Dezember 2015 in der Folgezeit keinerlei Nachweis zu den Akten gereicht. Ähnliches galt auch für die Antragstellerin II. Diese hat lediglich einen selbstgefertigten Depotauszug eingereicht, der die an den Nachweis der Aktionärsstellung im Rahmen eines Spruchverfahrens zu stellenden Anforderungen nicht erfüllt. Nach § 3 Satz 3 SpruchG ist der Nachweis der Stellung als Aktionär auf die Vorlage von Urkunden beschränkt und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).

Da die Antragsgegnerin die Aktivlegitimation der Antragsteller im Falle des fehlenden Nachweises – zulässiger Weise – bestritten hat, mussten die genannten Antragstellerinnen nach der Durchführung der Anhörung vom 22. März 2016 ohne Weiteres mit der Verwerfung ihrer Spruchverfahrensanträge rechnen.

3. Soweit Antragsteller des Verfahrens Nachweise über das Bestehen ihrer Aktionärsseigenschaft im Zeitpunkt des jeweiligen Antragseingangs nicht innerhalb der Antragsfrist beigebracht haben, war dies unschädlich.

Sämtliche Antragsteller, deren Anträge zulässig waren, haben – neben den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben – mitgeteilt, im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionäre der Design Hotels AG gewesen zu sein. Eine Pflicht zu einem Nachweis innerhalb der Antragsfrist folgt aus dem Verweis in § 4 Absatz 2 Satz 2 Nr. 2 SpruchG auf § 3 SpruchG nicht. Die Darlegung der Antragsberechtigung „nach § 3 SpruchG“ bezieht sich darauf, dass der Antragsteller in der Antragsbegründung vortragen muss, zu dem in § 3 Satz 1 und Satz 2 SpruchG für die jeweilige Strukturmaßnahme genannten Zeitpunkt Anteilsinhaber zu sein beziehungsweise gewesen zu sein. Auf eine Darlegung in der Form eines Nachweises wird damit nicht verwiesen. Im Unterschied zum Beweis oder Nachweis als Beleg einer Tatsache bedeutet Darlegung „lediglich“ die bloße Darstellung eines Sachverhalts. Auch besteht eine Begründung, als deren Teil die Darlegung der Antragsberechtigung ausdrücklich bezeichnet ist, in der Angabe von Tatsachen, während ein Nachweis regelmäßig nicht Teil der Begründung ist. § 3 Satz 3 SpruchG begründet keine eigenständige Nachweispflicht, sondern beschränkt den Nachweis der Stellung als Aktionär auf Urkunden und schließt andere Beweismittel aus (vgl. BGH, NZG 2008, 658, 659 m.w.N.).

## **B. Begründetheit der Anträge**

Die Spruchverfahrensanträge erwiesen sich in der Sache als begründet. Die den ausgeschiedenen Antragstellern der Design Hotels AG von der Antragsgegnerin gemäß § 305 AktG gezahlte Abfindung in Höhe von 2,25 EUR je Stückaktie war nicht (mehr) als angemessen anzusehen. Es war für die Kammer unter Berücksichtigung des Ergebnisses der durchgeführten Beweisaufnahme nicht ersichtlich, dass eine Kompensation in dieser Höhe eine unter Berücksichtigung verfassungsmäßiger Grundsätze hinreichende Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet. Die von der Antragsgegnerin geschuldete Abfindung war daher auf einen Betrag von 3,10 EUR zu erhöhen.

Auch der von der Antragsgegnerin angebotene Ausgleich von 0,10 EUR erwies sich als zu niedrig und war daher auf 0,15 EUR brutto je Stückaktie anzuheben.

### **1. Methode zur Ermittlung der Barabfindung**

Die Antragsgegnerin hat die festgelegte Abfindung auf der Basis des Ertragswerts der Design Hotels AG bestimmt. Diese Vorgehensweise hält die Kammer im vorliegenden Fall für zutreffend.

a) Die Anwendung dieser Methode für die Bemessung des Werts eines „arbeitenden“ Unternehmens entspricht der nahezu durchgängigen Praxis der Gerichte (vgl. etwa BGH, NZG 2003, 1127; BayObLG, NZG 1998, 946; OLG Düsseldorf, AG 2001, 189, 190), die rechtlich unbedenklich ist, aber gegebenenfalls einer etwaigen Korrektur anhand des Börsenkurses bedarf (so BVerfGE 100, 289, 307). Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens, hängt also von der Fähigkeit des Unternehmens ab, künftige Erträge zu erwirtschaften. Dieser Zukunftserfolg definiert sich danach als die Summe sämtlicher an den Investor fließenden Nettoausschüttungen aus dem Unternehmen, die sich aus dem Überschuss der Einnahmen über die Ausgaben ergeben (vgl. Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Bei Ertragswertgutachten ist allerdings regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den ihnen zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, auf der Basis mathematischer Verfahren einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert am Stichtag festzustellen. Zu finden ist vielmehr ein objektivierter Wert, der für den Unternehmenswert aus Sicht eines außenstehenden Betrachters als „angemessen“ gelten kann. Auf dem Weg zur Findung der

angemessenen Abfindung müssen folgerichtig größtenteils fiktive Gedankengänge und Argumentationsstränge verfolgt werden. Um die Sicht des objektiv-vernünftigen Dritten zu befriedigen, muss es sich dabei um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente zu ihren Gunsten existieren als dagegen. Auch bei derart validen betriebswirtschaftlichen Ansätzen handelt es sich aber regelmäßig um Verfahren, die rein subjektive Einschätzungen und Prognosen zur Grundlage haben und deshalb mit erheblichen Unsicherheiten behaftet sind.

c) Dem Gericht kommt damit die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert, der Grundlage für die Abfindung ist, im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. BGH, NZG 2001, 603; OLG Stuttgart, ZIP 2004, 712, 714). Vor diesem Hintergrund kann und darf von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachtens abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Das bilanzielle Vorsichtsprinzip findet für die Beurteilung der Ertragschancen aus Sicht eines objektiven Dritten keine Anwendung. Vielmehr sind bei der Ermittlung der auf Dauer erzielbaren Überschüsse mittlere Werte maßgeblich (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, Recht der Unternehmensbewertung, 8. Aufl., Rz. 374).

e) Die Unternehmensbewertung ist darüber hinaus zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG verweist für die Höhe der Barabfindung, die der Hauptaktionär den Minderheitsaktionären anzubieten hat, auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung. Damit ist für die Bestimmung der angemessenen Abfindung auf diesen Zeitpunkt abzustellen (vgl. BGH, NJW 2003, 3272, 3273; BGH NJW 1998, 1866, 1867; BVerfG, NZG 2003, 1316; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 9; BayObLG, NJW-RR 1996, 1125, 1126), der zugleich bestimmt, welche Erwartungen hinsichtlich der Unternehmensüberschüsse und Alternativen bestehen.

f) Für die Bewertung ist aus Sicht des Stichtages daher grundsätzlich maßgeblich, was man bei angemessener Sorgfalt zum Stichtag wissen konnte, was absehbar war (vgl. OLG Köln, NZG 1999, 1222, 1226; OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44). Auf künftige, nachweisbare Erfolgchancen kann die Bewertung der Ertragskraft nur dann gestützt werden, wenn die Voraussetzung hierfür

zum Stichtag bereits im Ansatz geschaffen sind (vgl. BGHZ 140, 35, 38), die künftige Entwicklung mithin bereits in der Wurzel angelegt war. Unter derselben Voraussetzung können auch Belastungen der Ertragskraft Eingang in die Bewertung finden. Im Rahmen der durchzuführenden Plausibilitätsprüfung ist regelmäßig aber nur die Frage zu beantworten, ob der Unternehmensplanung systematisch unzutreffende Annahmen zugrunde lagen, da sonst die Vertretbarkeit der ursprünglichen Prognosen grundsätzlich nicht berührt wird.

## 2. Unternehmensplanung der Design Hotels AG

Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren die Besonderheit, dass es sich für die Gerichte regelmäßig verbietet, Änderungen an der Planung vorzunehmen. Während im Rahmen der bekannten (Vergangenheits-) Daten eine umfassende gerichtliche Überprüfung stattfindet, ob diese zutreffend analysiert worden sind, gilt dies für die in die Zukunft gerichteten Planungen von Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen über die künftige Entwicklung der Unternehmen und ihrer Erträge nur eingeschränkt. Diese Planungen und Prognosen sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Derartige Entscheidungen haben zwar auf zutreffenden Informationen und daran orientierten realistischen Annahmen aufzubauen. Sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage aber vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere – letztlich ebenfalls nur vertretbare – Annahmen des Sachverständigen oder des Gerichts ersetzt werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, AG 2006, 420, 425; OLG Stuttgart, Beschluss vom 18. Dezember 2009, 10 W 2/08). Dies gilt sowohl für positive als auch negative Abweichungen.

Der gerichtliche Sachverständige hat seinem Gutachten die anlässlich des bevorstehenden Abschlusses des Unternehmensvertrages mit der Antragsgegnerin aufgestellte Planung des Managements der Design Hotels AG zugrunde gelegt und diese im Wesentlichen unverändert beibehalten. Diese Vorgehensweise war im Ergebnis nicht zu beanstanden. Mit ihrem Beweisbeschluss vom 21. Juni 2016 hat die Kammer dem Sachverständigen zwar vorgegeben, die Planung einer kritischen Prüfung zu unterziehen. Der Sachverständige war in diesem Rahmen aber nicht gehalten, eine eigenständige Planungsrechnung zu entwickeln beziehungsweise zu erstellen. Dies wäre nur dann erforderlich gewesen, wenn sich alle oder einzelne Planungsannahmen als nicht vertretbar und damit unplausibel erwiesen hätten, was nach seinen Feststellungen nicht der Fall war.

### a) Marktumfeld

Nach den vom gerichtlichen Sachverständigen durchgeführten Analysen sowohl des Marktumfelds, in dem die Gesellschaft tätig ist, als auch der konkreten Wachstumstreiber des Geschäftsmodells bestand für die Kammer unter Berücksichtigung der oben genannten Grundsätze keine Veranlassung, korrigierend in die vorgelegte Unternehmensplanung einzugreifen.

Dies galt vor auch hinsichtlich einzelner Positionen - wie etwa der von einer Mehrzahl von Antragstellern bemängelten Erhöhung der Bezüge des Alleinvorstands der Gesellschaft zum 1. Dezember 2013. Soweit der Aufsichtsrat diese Maßnahme für angemessen hielt, oblag es nicht dem Gericht darüber zu entscheiden, ob die Leistungen des Vorstands diesen Betrag unter Berücksichtigung „marktüblicher“ Gehälter angemessen vergütet werden. Die vom Aufsichtsrat beschlossene Vergütung ist für die Gesellschaft rechtlich bindend, so dass der Ansatz einer fiktiven „angemessenen“ Vergütung in der Planung von vornherein nicht in Betracht kommt. Eine andere Betrachtungsweise wäre nur dann angebracht, wenn Anhaltspunkte dafür bestünden, dass Kostenpositionen – wie etwa die Vorstandsbezüge – künstlich angehoben werden sollen, um in der Planungsrechnung die erwarteten Erträge der Gesellschaft vor dem Hintergrund der Strukturmaßnahme zu schmälern. Indizien hierfür waren aber weder ersichtlich noch sind solche von Seiten der Antragsteller aufgezeigt worden.

aa) Das Geschäftsmodell der Gesellschaft lässt sich nach Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen nicht in die klassischen Kategorien von Tourismus- oder Beherbergungsunternehmen einordnen. Es handele sich schwerpunktmäßig um eine „Hotelkooperation von Privat bzw. Inhaber geführten Boutique Hotels sowie von kleinen Boutique Hotelgruppen“.

Nach den vom gerichtlichen Sachverständigen durchgeführten Betrachtungen hat sich das Marktsegment der so genannten Boutique Hotels seit ihren Anfängen in den 1980er-Jahren zu einer eigenen Hotelkategorie entwickelt, die jedoch unterschiedlich definiert wird und nicht anhand allgemein akzeptierter Kriterien eingegrenzt werden kann.

bb) Die von Analysten sowie Marktforschungsunternehmen entwickelten Beschreibungen des Segments der Boutique-Hotels stimmen zudem nicht mit dem Verständnis der Design Hotels AG sowie den von ihr formulierten Anforderungen an aktuelle und potenzielle Mitgliedshotels überein. Aufgrund der individualisierten, „strengen“ Aufnahmekriterien der Gesellschaft, die unter ande-



rem auch die Persönlichkeiten der Inhaber, die lokale Integration der Hotels in ihr Umfeld und Nachhaltigkeitsgesichtspunkte berücksichtigen, ergibt sich für die Mitgliedshotels ein eher heterogenes Bild. Dies gilt sowohl hinsichtlich der Größe der angeschlossenen Mitgliedshotels, der dort verlangten Zimmerpreise als auch hinsichtlich der Sterneklassifizierung. Vor allem im zuletzt genannten Punkte unterscheidet sich die Gesellschaft vom allgemeinen Marktverständnis, welches Boutique-Hotels überwiegend oder ausschließlich im gehobenen beziehungsweise Luxussegment des Markts verortete. Einziges Ausschlusskriterium der Gesellschaft ist die Zugehörigkeit eines Hauses zu einer Hotelkette.

cc) Die verhältnismäßig große Attraktivität der Zugehörigkeit eines Hotels zum Portfolio der Design Hotels ergibt sich aus dem Umstand, dass sich die Mitgliederanzahl zwischen den Jahren 2004 und 2013 von 137 auf 268 fast verdoppelt hat. Dem Nettozuwachs von durchschnittlich 15 Hotels pro Jahr stand zum Jahr 2013 die Anzahl von rund 300 Bewerbungen pro Jahr gegenüber. Aufgrund der Aufnahmebedingungen der Gruppe lag die Annahmquote zuletzt bei 12 %, was unter Berücksichtigung der Kündigungen einem Nettozugang von 18 Hotels im Jahr entsprach.

Außer Zugängen ergeben sich auch Abgänge aus dem von der Design Hotels verwalteten Portfolio. Zum einen überwacht die Gesellschaft regelmäßig die Standards der angeschlossenen Hotels und spricht gegenüber den Häusern, welche diese nicht mehr erfüllen, Kündigungen aus. Daneben ergeben sich auch Kündigungen von Mitgliedern, die in der Regel auf finanziellen Gründen oder dem Umstand beruhen, dass die in der Weiterverwendung der Marke Design Hotels keinen Mehrwert (mehr) für sich sehen.

## **b) Vergangenheitsanalyse**

Die wesentliche Einnahmequelle der Gesellschaft bestand in der Vergangenheit in der Vereinnahmung von Kommissionsgebühren als Anteil an den Übernachtungserlösen der Mitgliedshotels. Die Vertragsprüferin führt hierzu aus, dass diese nach den Planungsprognosen mit durchschnittlich 46 % auch weiterhin den prozentual wesentlichen Teil am Gesamtumsatz der Gesellschaft ausmachen sollen.

aa) Der gerichtliche Sachverständige hat zunächst anhand der Planungen für die Vergangenheit die Planungstreue der Gesellschaft untersucht. Zwar fand mit dem Wechsel des Börsensegments zum Jahr 2010 - und damit für die Budgetplanung des Jahres 2011 - ein Wechsel des Bi-

lanzierungsmodells von IFRS zu HGB statt. Dies konnte jedoch keine Auswirkungen auf die Frage haben, welche Qualität der Planungsprozess der Design Hotels vor dem Beginn des Detailplanungszeitraums besaß. Zusammenfassend ist der Sachverständige dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass keine systematischen Verzerrungen erkennbar waren, die eine pauschale Korrektur der Planungen für die Jahre ab 2014 erforderlich gemacht hätten.

bb) Hinzu kam der Umstand, dass die Planungen in der näheren Vergangenheit ab dem Jahr 2008 in die Hochzeit der Finanz- und Wirtschaftskrise fielen und die damit verbundenen Entwicklungen für Unternehmen der meisten Branchen nur schwer zu prognostizieren waren. Diese Überlegung traf in besonderem Maße auf die Design Hotels zu, da der Verbund der Gruppe Hotels in einer Vielzahl von Ländern umfasste, auch wenn der Fokus der Aktivitäten der Gesellschaft klar auf Europa und den USA lag. Aus diesem Grund waren bei der Betrachtung nach Auffassung der Kammer die näher am Stichtag liegenden Planungen stärker zu gewichten als die Planungen der Jahre 2008/2009.

cc) Bei den Budgetplanungen der Jahre 2010 bis 2012 war nach den vom Sachverständigen durchgeführten Analysen auffällig, dass sowohl bei den Umsatzerlösen als auch den Roherträgen relativ geringe Abweichungen zwischen den Plan- und den späteren Istwerten zu verzeichnen sind, während sich für die einzelnen Aufwandsposten erhebliche Differenzen ergaben. Dies führte in allen drei Jahren dazu, dass das erzielte EBITDA deutlich über den geplanten Größen lag, was auch für das EBIT galt und die Planungen der Gesellschaft damit das operative Ergebnis regelmäßig unterschätzten.

Die Problematik der im Zeitverlauf abnehmenden Planungstreue im Hinblick auf die Profitabilität des Unternehmens dürfte auf die Art und Weise des vom Sachverständigen in Tz. 376 ff. seines Hauptgutachtens beschriebenen Planungsprozesses zurückzuführen sein. Da jeweils nur das auf den Zeitpunkt der Planerstellung folgende Kalenderjahr detailliert geplant wird und die Planungstiefe für die weiteren Jahre sukzessive abnimmt, war eine solche Entwicklung zu erwarten.

dd) Ausgangspunkt des Planungsprozesses der Gesellschaft ist die Planung der Umsatzerlöse durch den COO unter Berücksichtigung der Verlängerung von Verträgen mit bereits unter Vertrag stehenden Hotels sowie der zukünftigen Mitgliedshotels. Hierauf aufbauend erfolgt die Planung des entsprechenden Aufwands durch den CFO der Gesellschaft. Zwar erstreckt sich die aus dem erweiterten Planungsprozess unter Einbeziehung des sogenannten „Executive Management Teams“ auf einen Zeitraum von fünf Jahren. Die Verabschiedung der Planung durch den

Aufsichtsrat bezieht sich allerdings nur auf das Budgetjahr und die sich diesem anschließenden zwei Planjahre, um einen Gleichlauf mit der Konzernplanung der Antragsgegnerin herzustellen.

Damit nimmt der Grad der Detailliertheit der Planung schon nach dem ersten Planjahr ab und entsprach für die entfernteren Planjahre mehr oder weniger einer Fortschreibung. Insgesamt erwartete die Gesellschaft nach dem Angaben der Bewertungsgutachterin am Stichtag das stärkste Wachstum mit 8,9 % p.a. im Bereich der Marketing- und Beratungsdienstleistungen, während das durchschnittliche jährliche Wachstum der Umsatzerlöse aus Transaktionsgebühren und Lizenz- und Einrichtungsgebühren bei 7,6 % beziehungsweise 7,5 % liegen soll.

### **c) Anzahl der Mitgliedshotels als wesentlicher Umsatztreiber**

Da nicht ersichtlich war, dass die Gesellschaft innerhalb des Planungszeitraums beziehungsweise auch darüber hinaus in der Lage sein würde, gegenüber ihren Kunden deutliche Preissteigerungen durchzusetzen, war der maßgebliche Faktor für die Umsatzentwicklung die zukünftige Anzahl der Mitgliedshotels. Dies galt sowohl hinsichtlich der laufenden Transaktions- und Beratungsgebühren als auch für das Segment „Portfolio“, welches sich aus den einmaligen Aufnahmegebühren sowie den jährlichen Lizenzgebühren zusammensetzt.

aa) Soweit die Gesellschaft ihr maximal erreichbares Marktvolumen bei etwa 500 Mitgliedshotels verortet, war dem gerichtlichen Sachverständigen eine objektive Verifizierung dieser Angabe nicht möglich. Sie beruht nach Angaben der Design Hotels auf eigenen Marktbeobachtungen, Mitgliedschaftsanfragen von Hotels sowie Kontakten zu Immobilienentwicklern, wobei die aufgrund dieser Daten gefertigten Aufstellungen im Zeitpunkt der Arbeiten des Sachverständigen allerdings nicht mehr vorhanden gewesen sein sollen.

Vor diesem Hintergrund stellte sich die Frage, ob die von der Gesellschaft angenommene Zuwachs an Mitgliedshotels ausgehend von einem Bestand von 268 zum Anfang des Jahres 2014 auf 358 bei Eintritt in die „eingeschwungene“ Phase der ewigen Rente eine realistische Annahme widerspiegelt oder angesichts der deutlich dynamischeren Entwicklung in der Vergangenheit als zu verhalten angesehen werden musste.

bb) Insoweit war zum einen die allgemeine Marktlage zu berücksichtigen, für deren Erfassung der Sachverständige vor allem auf eine Analystenstudie der Vara Research GmbH zurückgegriffen hat. Diese schätzt den Gesamtmarkt der Design-, Boutique- und Lifestylehotels

auf mehr als 2.000 Hotels weltweit. Von diesen vereinen allerdings die Mitbewerber der Gesellschaft, die Leading Small Hotels of the World sowie die Small Luxury Hotels bereits einen Bestand von fast 1.000 Häusern auf sich, die einer möglichen Mitgliedschaft bei der Design Hotels damit entzogen sind. Vor diesem Hintergrund erscheint die Annahme eines potenziellen Marktanteils von 500 Hotels – auch angesichts des engeren beziehungsweise abweichenden Verständnisses der Gesellschaft vom Marktsegment der Boutique-Hotels – nicht als (zu) pessimistisch.

Zwar handelt es sich bei den über Vara Research ermittelten Zahlen nur um eine Momentaufnahme, wobei anzunehmen ist, dass der weltweite Erfolg dieses Teils der Hotellerie zu einer Zunahme von Häusern führen wird, die sich als Boutique-Hotels vermarkten werden. Der Sachverständige hat im Rahmen seiner Marktanalysen in Tz. 338 des Hauptgutachtens auch darauf hingewiesen, dass darüber hinaus anzunehmen ist, dass Hotelketten diese ehemalige Marktnische zunehmend entweder durch die unmittelbare Eröffnung neuer Hotels oder die Einbindung bestehender Boutique-Hotels besetzen werden. Derartige Häuser kämen vom Konzept der Gesellschaft her für eine Aufnahme als Verbundmitglieder von vornherein nicht in Betracht. Vielmehr muss die Gesellschaft bei wachsender Konkurrenz trotz eines voraussichtlich expandierenden Marktes sicherstellen, ihr Profil beizubehalten.

Darüber hinaus wird nach den Ausführungen des Sachverständigen in Tz. 327 des Hauptgutachtens zum Ende des Planungszeitraums - bezogen auf die latente Nachfrage nach Boutique-Hotels - das größte Wachstum im asiatischen Markt, und hier insbesondere in China erwartet. Da die Gesellschaft in dieser Region zu Beginn des Planungszeitraums eine eher geringe Präsenz aufweist, bieten sich hier weitere Wachstumsmöglichkeiten. Auf der anderen Seite besteht aber auch die Möglichkeit beziehungsweise das Risiko, dass sich asiatische Hotels auf der Suche nach Kooperationspartnern eher an Anbieter im eigenen Kulturkreis wenden.

cc) Zum anderen hat die Gesellschaft in ihrer Planung den durchschnittlichen Zugang an neuen Hotels der Jahre 2009 bis 2013 fortgeschrieben und geht von einer linearen Entwicklung bis zum Ende der Detailplanungsphase aus. Diese sieht einen Bruttozugang von 28 Hotels vor, der sich in 18 große und 10 kleine Hotels aufteilt, mit entsprechenden Auswirkungen auf die erwarteten Erlöse pro Hotel. Ferner erwartet sie pro Jahr den Erhalt von 10 Kündigungen, so dass ein Nettozuwachs von 18 Hotels verbleibt.

Für die Kammer war - im Zusammenhang mit den Markterwartungen - nicht ersichtlich, dass die Planung der Gesellschaft die im Stichtag als wahrscheinlich anzunehmende Entwicklung un-

terschätzt und aus diesem Grunde von einer zu geringen Basis für die Berechnung der von den Mitgliedshotels zu zahlenden Beiträge und Gebühren ausgeht. Auch der Sachverständige ist zu keinem gegenteiligen Ergebnis gelangt, so dass die Planung der Bestimmung des Ertragswerts in diesem – entscheidenden – Punkt zugrunde gelegt werden konnte.

#### **f) Planungen November 2013 und April 2014**

Für die Detailplanungsphase waren nach dem Ergebnis der Untersuchungen durch den gerichtlichen Sachverständigen trotz der insoweit geltend gemachten Einwände der Antragsteller sowie der zunächst gehegten Bedenken der Kammer die im Bewertungsstichtag aktualisierten Planannahmen aus dem April 2014 zugrunde zu legen.

aa) Im Hinblick auf die Planung für die Jahre 2014 ff., welche der Ermittlung der Höhe von Abfindung und Ausgleich zu Grunde gelegt worden ist, hat dem Sachverständigen – anders als zuvor der Kammer – auch die ursprüngliche, aus dem November 2013 stammende Planung der Gesellschaft vorgelegen. Daher war es ihm möglich, beide Planungsstände zu analysieren und auf dieser Basis zu bewerten, ob die im April 2014 vorgenommenen außerplanmäßigen Änderungen gerechtfertigt waren.

bb) Grundsätzlich sind bei der Unternehmensbewertung im Spruchverfahren die Planungen der Gesellschaft heranzuziehen, die das Ergebnis des regulären Planungsprozesses sind.

Der Antragsgegnerin war vom Grundsatz her allerdings darin zuzustimmen, dass aktuelle Entwicklungen zu berücksichtigen sind, wenn diese erst zum Stichtag hin erkennbar werden und daher in der Planung (noch) nicht berücksichtigt werden konnten. Soweit es im Unternehmen aber nicht zu regelmäßigen unterjährigen Anpassungen kommt, was vorliegend für die Design Hotels AG weder vorgetragen noch ersichtlich war, bedarf es regelmäßig einer nachvollziehbaren Erklärung, aus welchen Gründen eine Planung (relativ) kurz nach ihrer Aufstellung nicht mehr realistischen Erwartungen entspricht. Als Ursachen kommen hier insbesondere unerwartete Veränderungen im Marktumfeld oder im Unternehmen selbst in Betracht, etwa der Misserfolg eines neuen Produkts oder der Verlust eines oder mehrerer wesentlicher Mitarbeiter. Hier scheint aber keiner der üblicher Weise festzustellenden Faktoren eine Rolle zu spielen, wobei lediglich die Zahlen eines Quartals, in dem die Reiseaktivitäten zudem nur schwach ausgeprägt sind, keinen Anlass zur Änderung einer Mehrjahresplanung geben sollten.

cc) Soweit die Antragsgegnerin – mit der Bewertungsgutachterin – zu diesem Punkt ausführt, es sei im Frühjahr 2014 deutlich geworden, „dass das ursprünglich für die Jahre 2015 bis 2018 geplante Geschäftsvolumen nicht zu den ursprünglich geplanten Aufwendungen zu erzielen sein“ würde, handelt es sich hierbei nicht um eine nachvollziehbare, für sich genommen inhaltsleere Erläuterung. Wenn sich allerdings bereits im ersten Quartal 2014 herausgestellt haben sollte, dass die Planung aus dem Herbst/Winter 2013 auf unzutreffenden Annahmen auf der Aufwandsseite beruht hat, stellt sich die Frage nach der Güte des Planungsprozesses. Weder die Bewertungsgutachterin noch die Vertragsprüferin haben für den Vergangenheitszeitraum 2011 bis 2013 die durchgeführten Betrachtungen zur Planungstreue der Gesellschaft mit Zahlen unterlegt.

Die Antragsgegnerin hat zwar geltend gemacht, dass der „Forecast 2014“ turnusmäßig nach dem Abschluss des ersten Quartals des Geschäftsjahrs aufgestellt worden sei. Damit ist jedoch keine Aussage darüber getroffen, ob es dem regelmäßigen Vorgehen der Gesellschaft auch in der Vergangenheit entsprochen hat, dabei festgestellte Plan-Ist-Abweichungen zum Anlass zu nehmen, die Mehrjahresplanung außerhalb des üblichen Planungsprozesses kurzfristig anzupassen.

dd) Auch wenn die Gewinnung neuer Mitgliedshotels im ersten Quartal 2014 nicht in dem Maße erfolgen konnte wie noch wenige Monate zuvor angenommen, kann sich eine solche Entwicklung regelmäßig nicht auf die Planung der Folgejahre auswirken. Bezeichnender Weise geht die Gesellschaft auch nicht von einer Minderung der Bruttoumsätze in den Jahren 2015 bis 2018 aus, sondern von einer Erhöhung der Aufwendungen. Wenn sich in jedoch in relativ kurzem Abstand zur Fertigstellung der Mehrjahresplanung ergibt, dass sowohl Personal- als auch Marketingaufwendungen für das vorgesehene Umsatzvolumen zu knapp geplant waren, muss die Richtigkeitsgewähr des Planungsprozesses in Zweifel gezogen werden. Dies kann nicht mit der lapidaren Begründung abgetan werden, dass dem Vorstand der Gesellschaft offenstehen muss, die Planung frei abzuändern beziehungsweise anzupassen.

Wenig nachvollziehbar war auch der Umstand, dass Bewertungsgutachterin und Prüferin außerhalb der „gewöhnlichen“ Planabweichungen im Planungsprozess der Gesellschaft in der Vergangenheit keine grundsätzlichen Fehler entdeckt haben, im Rahmen der Planungsrechnung aber für den gesamten Zeitraum von 2015 bis 2018 eine rechnerisch falsche Abbildung der Abschreibungen erfolgt sein soll.

ee) Grundsätzlich ist nach Auffassung der Kammer der von der Antragsgegnerin angegriffenen Rechtsansicht des OLG Düsseldorf zu folgen, nach der gutachterliche Anpassungen der Unternehmensplanung, die ausschließlich zu Bewertungszwecken erfolgen, kein sachgerechter Ausgangspunkt für die Unternehmensbewertung sein können. Änderungen an der unternehmenseigenen Planung sind nur dann zugrunde zu legen, wenn die Ausgangsplanung unplausibel war und die mit der Unternehmensführung befassten Organe ihre Planung daraufhin tatsächlich nachhaltig geändert haben (vgl. Beschluss vom 12. November 2015, I-26 W 9/14 AktE, BeckRS 2015, 19619).

Von diesem Ausgangspunkt her war es isoliert gesehen zu kurz gegriffen, wenn der gerichtlich bestellte Sachverständige sich in seinem Hauptgutachten vorrangig mit der Frage beschäftigt hat, ob die – vom Bewertungsstichtag gesehen aktuelle – Planung vom 24. April 2014 isoliert gesehen plausibel war. Diese Frage hat er bejaht ohne aber dezidiert dazu Stellung zu nehmen, ob die Planung vom 20. November 2013 wegen fehlender Plausibilität zu verwerfen war. Er hat lediglich ausgeführt, dass die Geschäftsentwicklung und -zahlen in den ersten Monaten des Jahres 2014 die mit der Planung vorgenommenen Änderungen gegenüber derjenigen vom 20. November 2013 nicht rechtfertigen konnten.

Der gerichtliche Sachverständige hat dann allerdings in seinem Ergänzungsgutachten vom 15. August 2019 ausdrücklich erklärt, dass seiner Auffassung nach die finale Planung vom 20. November 2013, in welche die vom Finanzausschuss des Aufsichtsrats geforderten Ergebnisverbesserungen eingeflossen waren, im Ergebnis als nicht plausibel anzusehen war. Der Sachverständige führt insoweit in Tz. 28 f. aus, dass sich die vorgenommenen Erhöhungen der erwarteten EBITDA-Margen als nicht konsistent mit den Vergangenheitsplanungen erweisen, insbesondere im Vergleich zur Planung vom 28. November 2012. Die unterstellten Ergebnisverbesserungen hätten für das zweite Planjahr bei 3,1 % und das letzte Planjahr bei 2,9 % gelegen und seien daher als zu ambitioniert zu bewerten.

ff) Der Sachverständige betont daneben zwar, dass die finale Planung vom 20. November 2013 in der Sache als „fertig“ anzusehen war, da sie neben den Forderungen des Finanzausschusses auch die geplante Erhöhung der Bezüge von Vorständen sowie Mitarbeitern berücksichtigt hat. Dieser rein formale Aspekt konnte neben der inhaltlichen Beurteilung der Planungen aber allenfalls eine untergeordnete Rolle spielen.

gg) Aufgrund der Analysen des gerichtlich bestellten Sachverständigen war die Kammer im Er-

gebnis der Auffassung, dass als Basis der Bewertung der Gesellschaft vorliegend trotz der oben geschilderten grundsätzlichen Bedenken gegen die Verwendung einer anlassbezogen aufgestellten Planungsrechnung die modifizierte Planung aus dem April 2014 heranzuziehen war.

Insoweit war maßgeblich, dass auch die vorangegangene „fertige“ Planung vom 20. November 2013 nicht das Ergebnis des gewöhnlichen, organischen Planungsprozesses der innerhalb der Leitung der Gesellschaft beteiligten Akteure war, sondern sie auf der Ergebnisseite durch die Forderung des Finanzausschusses des Aufsichtsrats nach einer Anhebung der Profitabilität geprägt worden ist. Eine solche Änderung wäre dann nachvollziehbar gewesen, wenn damit zugleich eine Anpassung der geplanten Umsätze oder einzelner Bestandteile auf Einnahmen- oder Ausgabenseite verbunden gewesen wäre. Eine Veränderung fand aber lediglich auf der Ergebnisseite statt. Der Sachverständige führt diesbezüglich in Tz. 28 f. seines Ergänzungsgutachtens aus, dass in der (finalen) Planung vom 20. November 2013 die EBITDA-Margen dann deutlich oberhalb der EBITDA-Margen der vorhergehenden Planung vom 28. November 2012 gelegen hätten, etwa für das zweite Planjahr 13,0 % im Vergleich zu 9,0 %, für das letzte Planjahr 16,7 % im Vergleich zu 13,8 %. Er kommt angesichts dieser Werte zu dem Schluss, dass die EBITDA-Margen in der (finalen) Planung vom 20. November 2013 sowohl vor dem Hintergrund der in der Vergangenheit erzielten Margen als auch vor dem Hintergrund der Planungen im Zeitverlauf nicht plausibel sind.

hh) Zwar haben die Antragsteller auf das als recht ungewöhnlich anzusehende „Redaktionsversehen“ im Geschäftsbericht 2013 hingewiesen, in dem von einem deutlich höheren erwarteten Wachstum die Rede war als es sich in der Planung niedergeschlagen hat. Letztlich war die Behauptung der Antragsgegnerin, es habe sich bei der Angabe der Wachstumserwartungen im Geschäftsbericht 2013 um einen Fehler gehandelt, jedoch nicht zu widerlegen und konnte nicht dazu führen, die Planung aus dem November 2013 heranzuziehen. Die Vermutung, dass der Geschäftsbericht – im Gegensatz zur im Rahmen der Bewertung der Design Hotels – die „wahren“ Erwartungen des Vorstands an das zukünftige Wachstum der Ergebnisse widerspiegelt, lässt sich, anders als eine Mehrzahl von Antragstellern dies meint, in Ermangelung sonstiger, konkreter Anhaltspunkte nicht rechtfertigen.

ii) Letztlich geht es um die Frage der Plausibilisierung der Planung, welche Gegenstand des Bewertungsgutachtens geworden ist, nicht aber um eine willkürliche Ersetzung dieser Planung durch eine ältere Fassung. Auf die von Antragstellerseite gegen den Alleinvorstand der Design Hotels AG gerichteten Angriffe dürfte es in diesem Zusammenhang nicht ankommen, da im Rah-



men der im Spruchverfahren zu überprüfenden beziehungsweise vorzunehmenden Bewertung des Unternehmens ohnehin eine objektivierete Sichtweise maßgeblich ist.

Im Ergebnis ist der gerichtliche Sachverständige damit, entgegen der Annahmen der Mehrzahl der Antragsteller, nicht zu dem Erkenntnis gelangt, dass die Planung die positive Entwicklung der Vorperiode nicht hinreichend fortführt und daher einer Korrektur bedürfte. Ganz im Gegenteil war er der Auffassung, dass – wie oben ausgeführt – die Forderungen des Finanzausschusses des Aufsichtsrats nach einer Verbesserung der Ergebnisse der Planung aus dem November 2013 zu überambitionierten und damit unrealistischen Annahmen geführt hätten.

### **g) Aufwandsposten**

aa) Wesentliche Aufwandsposten der Gesellschaft in ihrer Eigenschaft als Dienstleisterin sind neben den Personalaufwendungen die Transaktionsgebühren, welche an Reservierungs-Dienstleister zu zahlen sind, die Kosten des Betriebs ihrer Webseite sowie die Herausgabe des Magazins „Directions“. Fehlerhafte Planannahmen im Sinne des Ansatzes zu hoher Kosten waren insoweit nicht ersichtlich.

bb) Der Personalaufwand soll über den Planungszeitraum hinweg zwar kontinuierlich ansteigen, allerdings kommt es für die Plausibilität dieses Postens nicht auf die absoluten Zahlen an, sondern auf die Personalaufwandsquote. Diese soll von 39,2 % der Umsatzerlöse im letzten vollen Geschäftsjahr vor dem Planungszeitraum (2013) auf dauerhaft 37,1 % sinken. Dies ist nicht unplausibel, da - entgegen der Auffassung einiger Antragsteller - mit dem weiteren allgemeinen Wachstum der Gesellschaft eine stärkere Skalierung der Personalkosten nicht anzunehmen ist. Die Antragsgegnerin hat insoweit geltend gemacht, dass im Rahmen der Entwicklung der Personalkosten bereits Effizienzsteigerungen pro Mitarbeiter berücksichtigt worden seien. Das Geschäftsmodell ist darüber hinaus weitgehend digitalisiert und Beratungsleistungen müssen auch in Zukunft durch Mitarbeiter der Design Hotels persönlich erbracht werden.

cc) Hinsichtlich der geplanten Vorstandsvergütung kann auf die obigen Ausführungen verwiesen werden. Soweit in diesem Zusammenhang von einigen Antragstellern das Argument eingeführt wird, die hohe Vergütung, welche dem Vorstand neben einer weiteren Drittvergütung gezahlt werden solle zeige, dass die Antragsgegnerin deutlich mehr Potenzial in der Gesellschaft sehe als sich der Planungsrechnung entnehmen lasse, war dies grundsätzlich unbeachtlich. Insoweit war die Behauptung der Antragsgegnerin, es habe kein Zusammenhang zwischen der von ihr ge-

währten Drittvergütung und dem Abschluss des Beherrschungsvertrages gegeben, da die entsprechende Vereinbarung bereits im November 2013 zustande gekommen sei, zwar nur wenig glaubhaft. Vielmehr war davon auszugehen, dass die Vorbereitungen zu diesem Vertrag bereits Ende 2013 eingeleitet worden sind. Ihr weiteres Argument, man habe einen Anreiz schaffen müssen, damit Herr Sendlinger nach dem Verkauf seines Aktienpakets im Unternehmen verblieb, war allerdings nachvollziehbar. Nachdem dieser das Unternehmen aufgebaut hat, wäre mit seinem Weggang eine Diskontinuität verbunden gewesen, welche gegebenenfalls mit dem Verlust von Kunden einhergegangen wäre. Dieser Umstand konnte im Rahmen der Bewertung nicht unberücksichtigt bleiben, da deren Gegenstand zum Bewertungsstichtag das faktisch von der Antragsgegnerin beherrschte Unternehmen war, an dem Herr Sendlinger keine Anteile mehr hielt.

#### **h) Abschreibungen**

Die Abschreibungen für den Planungszeitraum wurden zunächst von der Gesellschaft geplant, im Zuge der Bewertungsarbeiten aber von | modifiziert, da nach Auffassung der Bewertungsgutachterin in den Planjahren ab 2015 die Abschreibungen auf die Investitionen in den vorhergehenden Jahren rechnerisch nicht korrekt abgebildet gewesen sind. Diese Anpassung führte nach der Aufbereitung durch den gerichtlichen Sachverständigen im ersten Planjahr 2014 zu einer niedrigeren Abschreibungsquote, in sämtlichen Folgejahren aber zu deutlich höheren Abschreibungen (vgl. Hauptgutachten Tz. 457).

Der Sachverständige hat nach eigenen Untersuchungen zwar die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise für methodisch sachgerecht gehalten. Er führt jedoch weiter aus, dass die Berechnung der Abschreibungen der Investitionen des Jahres 2014 für dieses und die Folgejahre rechnerisch unzutreffend erfolgt ist.

Die vereinfachten Abschreibungsplanungen der Gesellschaft beziehungsweise der Bewertungsgutachterin für die Jahre ab 2015 hat der Sachverständige dagegen unverändert beibehalten, da diese nach seinen Ausführungen jedenfalls nicht als unplausibel angesehen werden konnten. Seine Anpassung beschränken sich daher im Wesentlichen auf den Abschreibungsverlauf mit entsprechenden steuerlichen Auswirkungen. Darüber hinaus leitet sich das nachhaltige Reinvestitionsniveau für die ewige Rente aus einem im letzten Planjahr gegenüber den Annahmen von Ebner Stolz niedrigerem Abschreibungsniveau ab, welches wiederum den ursprünglichen Annahmen der Design Hotels AG entsprach.

Im Ergebnis wirken sich die vom Sachverständigen vorgenommenen Änderungen zwar dem Grunde nach werterhöhend aus, allerdings lediglich in einem Maße, dass sie nicht zu einer Anhebung des auf die Stückaktie heruntergebrochenen Unternehmenswert der Design Hotels AG zum Stichtag führten.

### **i) Synergien**

Schließlich stellte sich die Frage, inwieweit bzw. in welcher Höhe die Aktionäre der Design Hotels AG über den reinen Ertragswert des Unternehmens hinaus an möglichen Synergien aus der Kooperation mit der Antragsgegnerin zu beteiligen waren.

aa) Als Synergieeffekt werden Prozessergebnissen bezeichnet, bei denen das Zusammenwirken von Elementen überadditiv ausfällt. Es stellt sich die Frage, inwiefern sich der Jahresüberschuss bei der Verbindung von zwei oder mehreren Unternehmen über das hinaus erhöht, was aus der reinen Addition der Unternehmensergebnisse resultiert (vgl. Wollny, a.a.O., S. 177). Gerade der Abschluss eines Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsvertrages ist in der Regel durch die Erwartung von Synergieeffekten motiviert bzw. wird mit Hinweis auf das Eintreten zukünftiger Synergien gegenüber den Entscheidungsträgern gerechtfertigt (vgl. Wiechers in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 748).

bb) Aus betriebswirtschaftlicher Sicht lassen sich Synergien in strategische und operative Synergien einteilen, wobei auch eine Differenzierung nach dem Entstehungsbereich denkbar ist. Ferner kann nach positiven und negativen Auswirkungen unterschieden werden, wobei in Literatur und Rechtsprechung unstrittig ist, dass negative Synergien ausschließlich der beherrschenden Gesellschaft zur Last fallen.

cc) Weder im Bewertungsgutachten noch im Prüfbericht finden sich Ausführungen zu der Frage, ob und in welchem Umfang im vorliegenden Bewertungsfall Synergien in das Kalkül einzubeziehen sind. Nach Auffassung der Kammer war dieser Umstand jedoch nicht als Indiz für die Annahme zu werten, dass Synergieeffekte von der Antragsgegnerin zu Unrecht nicht berücksichtigt worden sind, um zu einem geringeren Ertragswert zu gelangen. Vielmehr war wegen der „Marktnische“, in welcher die Gesellschaft tätig ist, anzunehmen, dass sich eine zu starke und nach außen hin für den Kunden sichtbare Integration der Geschäftsprozesse der Design Hotels AG in die Antragsgegnerin zu negativen Konsequenzen führen könnte. Kunden, die exklusive Angebote suchen, würden wohl eher nicht bei einer erkennbaren Tochtergesellschaft eines „Mas-

senanbieters“ buchen wollen. Die weitgehende Eigenständigkeit der Design Hotels AG ist vor diesem Hintergrund als Teil des Geschäftsmodells anzusehen. Aus diesem Grunde war aus betriebswirtschaftlicher Sicht nicht von einer kostenrelevanten Hebung von Synergien, die sich auf das Bewertungsergebnis auswirken könnte, auszugehen.

dd) Soweit einige Antragsteller die Berücksichtigung negativer Synergien verlangen, da anzunehmen sei, dass sich potenzielle Mitgliedshotels wegen der Zugehörigkeit der Gesellschaft zur Gruppe von dieser abwenden würden, war dem nicht nachzugehen. Zum einen ist die Design Hotels AG ohnehin „Stand-Alone“ bewertet worden, mithin als eigenständiges Unternehmen und nicht als Tochtergesellschaft der Antragsgegnerin. Zum anderen ließen sich die von Antragstellerseite bemängelten Effekte zum Stichtag ohnehin nicht ansatzweise objektiviert erfassen beziehungsweise berechnen.

## **j) Steuerbelastung**

### **aa) Unternehmenssteuern**

Der gerichtliche Sachverständige hat die von der Bewertungsgutachterin verwendete Steuerplanung im Wesentlichen übernommen, da insoweit keine Hinweise auf eine Fehlerhaftigkeit der verwendeten Steuersystematik zu erkennen waren. Auf der Ebene der Gesellschaft hat

für die im Inland erzielten Erträge zunächst Gewerbe- und Körperschaftsteuer nebst Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Zudem hat die Bewertungsgutachterin für die Erträge ausländischer Tochtergesellschaften der Design Hotels sowohl die jeweils landesspezifischen Steuersätze als auch deren Zufluss bei der Gesellschaft gemäß § 8b Abs. 5 KStG im Rahmen der inländischen Steuerbelastung berücksichtigt. Hinsichtlich der Höhe der in die Berechnung eingeflossenen Steuersätze bestanden keine Bedenken.

### **bb) Persönliche Steuern**

Solche bestanden auch nicht im Hinblick auf die sowohl im Bewertungsgutachten als auch in den Berechnungen des gerichtlichen Sachverständigen vorgenommene Kürzung der erwarteten Erträge um die persönlichen Ertragsteuern der Anteilseigner.

Dabei ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektivierter und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der ange-

messenen Barabfindung, wie oben bereits erörtert, niemals ein exakter Wert sein. Vielmehr muss er im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO unter Berücksichtigung aller einschlägigen Parameter festgelegt werden. Somit besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen, noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner zu erfassen. Bei der Berücksichtigung von Ertragssteuern im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes geht es nämlich nicht um die Besteuerung der konkret zu erwartenden Unternehmenserträge, sondern darum, die Vergleichbarkeit mit einer der vollen Besteuerung unterliegenden Alternativanlage herzustellen (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 24 f. Anh. § 11 SpruchG).

Entsprechend sind sowohl für die geplanten Ausschüttungen aus laufenden Erträgen als auch auf das den Aktionären zugerechnete neutrale Vermögen nach Verbrauch des steuerlichen Einlagenkontos persönliche Steuern zu berechnen. Dieser Steuereffekt konnte sich nach den vom gerichtlichen Sachverständigen bestätigten Annahmen der Bewertungsgutachterin allerdings erst für die Jahre ab 2017 auswirken, da für den davor liegenden Zeitraum das steuerliche Einlagenkonto im Sinne des § 27 Abs. 1 KStG das Eigenkapital laut Steuerbilanz übersteigt und daher von keinem ausschüttungsfähigen Gewinn auszugehen war. Für die steuerliche Belastung ist im Übrigen der in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemeinhin angenommene pauschale Steuersatz von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag in Höhe von 5,5 % in Ansatz gebracht worden. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschläge würde.

Die Steuervorteile aus dem steuerlichen Einlagenkonto konnten sich von vornherein nicht auf die Besteuerung der im Detailplanungszeitraum sowie in der ewigen Rente thesaurierten Beträge auswirken. Insoweit kommt es nämlich zu keinen unmittelbaren Ausschüttungen an die Aktionäre, da ihnen die Thesaurierungen lediglich fiktiv für die Zwecke der Bewertung zugerechnet werden. Damit war es sachgerecht, im Rahmen einer Nachsteuerbetrachtung die effektive Veräußerungsgewinnbesteuerung in Ansatz zu bringen, die seit dem 1. Januar 2009 auf Kursgewinne infolge von Investitionen der thesaurierten Mittel anfällt. Diese Gewinne unterliegen bei Veräußerung der Aktien grundsätzlich der Abgeltungssteuer in Höhe von 25 % zuzüglich Solidaritätszuschlag.

Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt maßgeblich von der Haltedauer der Aktie ab und sinkt infolge des Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es erforderlich, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung auch hier eine Typisie-

rung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann. Die Bewertungsgutachterin ist dabei – ebenso wie der gerichtlich Sachverständige – von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den hälftigen nominellen Steuersatz angesetzt. Der typisierende Ansatz des halben nominalen Steuersatzes von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag ist in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt und kann daher einer gerichtlichen Schätzung zugrunde gelegt werden (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894; OLG Stuttgart, AG 2013, 724/728 m. w. N.).

Der Umstand, dass die Abfindung selbst ebenfalls zu versteuern ist, ändert nichts daran, dass für die Bewertung des Unternehmens und die Festlegung der Abfindung die Nettozuflüsse an die Anteilseigner zugrunde zu legen sind.

### **3. Berücksichtigung inflationsbedingter Wertsteigerungen bei der Besteuerung**

Die Einwendungen der Antragsgegnerin hinsichtlich der vom gerichtlichen Sachverständigen abgelehnten Berücksichtigung einer so genannten Veräußerungsgewinnbesteuerung auf inflationsbedingte Wertsteigerungen konnten nach Auffassung der Kammer nicht durchgreifen. Daher hatte ein entsprechender Abzug in der Bewertung zu unterbleiben.

a) Hinsichtlich der Frage, ob eine entsprechende (fiktive) Steuerbelastung der Anteilseigner im Zeitraum der ewigen Rente als Abzugsposten in das Bewertungskalkül aufzunehmen ist, war zunächst zu berücksichtigen, dass die Bewertung stichtagsbezogen erfolgt.

Die Frage, ob angesichts der regelmäßig langen Dauer von Spruchverfahren nach dem Bewertungsstichtag eingetretene Änderungen des von der berufsständischen Praxis herangezogenen IDW Standards zu berücksichtigen sind, ist in der Literatur und der obergerichtlichen Rechtsprechung umstritten. Das Gericht ist in einem laufenden Spruchverfahren zwar nicht grundsätzlich gehindert ist, eine frühere Unternehmensbewertung im Licht neuerer Erkenntnisse zu überprüfen, es muss jedoch derartigen veränderten Auffassungen nicht folgen (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 15.02.2010, 5 W 52/09, BeckRS 2010, 21946). Auf der anderen Seite wird die Ansicht vertreten, dass das Gericht bei einem Rückgriff auf die Erkenntnisquelle des IDW S1 in der Regel nicht die im Bewertungsstichtag aktuelle Fassung, sondern den im Zeitpunkt der gerichtlichen Entscheidungsfindung aktuellen Stand berücksichtigen müsse, da die aktuellere Expertenauffassung grundsätzlich geeigneter erscheint, das Bewertungsziel der Ermittlung des objektiven Unternehmenswerts zu erreichen, als ältere Fassungen (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss

vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, BeckRS 2011, 18552; Beschluss vom 14. September 2011 - 20 W 6/08, BeckRS 2011, 23677).

b) Die Kammer hielt es in der Vergangenheit für maßgeblich, ob mit einem neuen Standard gegenüber dem Vorläufer eine Fehlerbereinigung oder sonstige nachvollziehbare, methodische Verbesserungen verbunden sind (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 30. November 2006, 31 Wx 59/06, BeckRS 2006, 15208). Diese Auffassung hält sie auch weiterhin für zutreffend und auch auf einzelne Fragestellungen im Rahmen der Ertragsbewertung übertragbar, zu denen sich neue Argumente oder neue Erkenntnisse ergeben haben.

Betreffend die Besteuerung inflationsbedingter Wertsteigerungen ist aber – vor allem auch in Anbetracht der Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen – nicht erkennen, dass deren Berücksichtigung zwingend ist, um ein konsistentes Bewertungsergebnis zu erhalten.

Die rechnerische Berücksichtigung der Steuerbelastung auf künftig realisierte Veräußerungsgewinne aus rein inflationsbedingten Unternehmenswertsteigerungen geht auf einen Beitrag von Tschöpel/Wiese/Willershausen aus dem Jahr 2010 zurück (vgl. Wpg 2010, 349 ff. und 405 ff.). Dass zuvor anders als heute kein Anlass für derartige Überlegungen bestand, hängt wohl zum einen mit der Abkehr von der Vollausschüttungshypothese und zum andern mit dem Wechsel vom Halbeinkünfteverfahren zum Abgeltungsteuersystem zusammen (vgl. Popp, Der Konzern 2019, 149 ff., 151 unter Hinweis auf Tschöpel/Wiese/Willershausen, Wpg 2010, 349 ff., 405 ff.). Die erwähnte Publikation im Jahr 2010 hat ihren Niederschlag im WP-Handbuch 2014 gefunden (WP-Handbuch 2014, Band II 14. Aufl., A 397 ff.) und finden sich auch im aktuellen WP-Handbuch von 2018 wieder (WP-Handbuch „Bewertung und Transaktionsberatung“, 2018, A 452 ff.). Seit 2014 finden die Überlegungen zunehmende Verbreitung in der Bewertungspraxis (so Popp, Der Konzern 2019, 149 ff.).

Allein der zuletzt erwähnte Hinweis von ... zeigt, dass die fragliche Berechnungsweise Mitte des Jahres 2014 noch keinen umfassenden Eingang in Bewertungen nach dem Standard IDW S1 gefunden hatte. Vor diesem Hintergrund ist das Ergebnis der Analyse des gerichtlichen Sachverständigen, dass es sich nicht um eine „in der Praxis dominierende Vorgehensweise“ handelt, möglicherweise aus der zeitlichen Perspektive der Fertigstellung des Hauptgutachtens im Juli 2018 angreifbar. Der Sachverständige hat in der Tz. 72 seines Ergänzungsgutachtens allerdings eine empirische Auswertung von Bewertungsgutachten vorgenommen und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass in drei Vierteln der von ihm untersuchten Gutachten keine Besteue-

zung inflationsbedingter Wertsteigerungen in Ansatz gebracht worden ist.

Aus der Sicht des Bewertungsstichtages kann damit jedenfalls nicht die Feststellung getroffen werden, dass die Berechnungsmethode der Bewertungsgutachterin dem allgemeinen Stand von Wissenschaft und/oder Praxis entsprochen hat und damit zwingend im hiesigen Verfahren zugrunde zu legen wäre.

c) Es war auch nicht ersichtlich, dass die fehlende Besteuerung inflationsbedingter Unternehmenswertsteigerungen bzw. der hieraus resultierenden Gewinne zu Fehlern im Bewertungskalkül, etwa in Form eines Auseinanderfallens von Zähler und Nenner führen würde. Wie der Sachverständige I zutreffend anmerkt, müsste sonst eine entsprechende Besteuerung grundsätzlich in jeder Periode des Bewertungskalküls berücksichtigt werden, also nicht nur in der „ewigen Rente“ (WP-Handbuch „Bewertung und Transaktionsberatung“, 2018, A 452 ff., 466; zum Verzicht der Bewertungspraxis auf die Anwendung in der Detailplanungsphase „aus vermeintlichen Wesentlichkeitsgründen“ Popp, Der Konzern 2019, 152).

Die Herstellung der typisierten Steuerbelastung auf nachhaltige inflationsbedingte Wertsteigerungen (in Höhe des hälftigen Ausschüttungssteuersatzes) wird von Teilen der Betriebswirtschaftslehre und Bewertungspraxis damit gerechtfertigt, dass es sich bei diesen Wertsteigerungen basierend auf der Idee einer fiktiven Vollausschüttung um künftige Veräußerungsgewinne handelt, die grundsätzlich den gleichen steuerlichen Belastungen unterliegen wie thesaurierungsbedingte operative Unternehmenswertsteigerungen. Denn auch das rein inflationäre Wachstum führe irgendwann zu persönlichen Steuern. Die Steuerbelastung stelle die Steueräquivalenz zwischen Bewertungsobjekt und Alternativanlage sicher (ErgStN Bl. 1390 d.A. Seite 12 Rz. 45; so schon WP-Handbuch 2014, Rn. A 398 f.). Auch inflationsbedingte Wertsteigerungen (aufgrund thesaurierter Überschüsse) führten zu „Nominalgewinnen“, die nicht (auf Ewigkeit) steuerfrei vereinnahmt werden könnten, sondern der effektiven Veräußerungsgewinnbesteuerung unterlägen. Ein Zusammenhang mit einer hypothetischen Veräußerung des Aktieneigentums bestehe hier - anders als der Sachverständige meint - ebenso wenig (Popp, Der Konzern 2019, 153), wie eine Liquidation des gesamten Unternehmens in ferner Zukunft unterstellt werden müsste, um die Annahme der Besteuerung zu begründen.

Zu diskutieren wäre dann aber auch, ob es nicht konsequenter wäre, die Inflationsgewinnbesteuerung auch im Nenner zu berücksichtigen und ob das hinreichend geschieht.



Der gerichtliche Sachverständige hat in seinem Ergänzungsgutachten nochmals zu den modelltheoretischen Prämissen von Tschöpel/Wiese/Willershausen ausgeführt und gelangt diesbezüglich zu dem Ergebnis, dass diese in realen Bewertungsfällen nicht gegeben sind und sich die von den Autoren gezogenen Schlussfolgerungen daher auf solche Fälle auch nicht übertragen lassen (vgl. Ergänzungsgutachten Tz. 78).

d) Insgesamt ist die erörterte Problematik als eine in der Betriebswirtschaftslehre kontrovers diskutierte methodische Einzelfrage der Unternehmensbewertung anzusehen. Insoweit ist es nicht die Aufgabe der Gerichte, in Spruchverfahren derartige wissenschaftliche Streitfragen zu klären (OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014 - 20 W 3/12 -, juris Leitsatz und Rn. 81; vgl. auch KG Berlin, Beschluss vom 14. Januar 2009 - 2 W 68/07 -, Rn. 36, juris). Wie oben ausgeführt, ist die Bewertung im Verfahren auf allgemein anerkannte Verfahren und Methoden zu stützen. Damit hat nach Auffassung der Kammer die Berücksichtigung von Sichtweisen, die sich im Bewertungsstichtag (noch) nicht durchgesetzt hatten, grundsätzlich zu unterbleiben hat. Diese können dann auch nicht aus dem Grunde herangezogen werden, dass sie - gegebenenfalls - bei isolierter Betrachtung als nicht völlig unplausibel beziehungsweise vertretbar anzusehen wären. Daher folgt die Kammer der Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen, dass ein Steuerabzug für inflationsbedingte Wertsteigerungen nicht vorzunehmen ist.

#### **4. Wachstumsthesaurierung**

a) Die von der Antragsgegnerin beauftragte Bewertungsgutachterin hat von den prognostizierten Erträgen der Design Hotels AG mit dem Beginn der ewigen eine Thesaurierung für nachhaltiges Wachstum für erforderlich gehalten und hierfür einen Abzugsposten in Höhe des Wachstumsabschlags von 1 % bezogen auf das bilanzielle Eigenkapital zum Ende der Detailplanungsphase gebildet. Im Gegensatz zur sonstigen Thesaurierung aus den Unternehmensgewinnen erfolgte keine fiktive Zurechnung an die Aktionäre, da diese Sonderthesaurierung zur Finanzierung des mit der Annahme eines Wachstumsabschlags verbundenen Wachstums in der Fortführungsphase notwendig sei und damit zur Ausschüttung nicht zur Verfügung stehe. Die Vertragsprüfer hat diese Vorgehensweise ohne eine eigene Stellungnahme in der Sache gebilligt.

Auch der gerichtliche Sachverständige hält den Abzug einer echten Wachstumsthesaurierung für erforderlich, um das zum Ende des Detailplanungs- oder Konvergenzzeitraums bestehende Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital beziehungsweise Abschreibungen und Investitionen zu perpetuieren.

Die Kammer hielt die entsprechende Vorgehensweise für nachvollziehbar und sah daher keine Veranlassung, in diesem Punkt Veränderungen vorzunehmen.

b) Nähere Ausführungen in der Literatur finden sich lediglich bei Kruschwitz/Löffler/Essler, a.a.O.. Dort heißt es auf S. 104: „Wird bei der Ermittlung des Terminal Value ewiges Wachstum unterstellt, muss dieses in der Planung auch angemessen finanziert werden. Würde eine Vollausschüttung unterstellt, käme dies der Annahme gleich, dass das Wachstum in der Rentenphase über Kredite vollständig fremdfinanziert wird. Langfristig käme dies einem Absinken der Eigenkapitalquote gegen null gleich, was aber der grundlegenden Prämisse der dauerhaften Fortführung des Unternehmens widerspräche“.

c) Diese Argumentation erscheint vor dem Hintergrund problematisch, dass nach den Prämissen des IDW S1 2008 in der Phase der ewigen Rente eine Vollausschüttung der vom Unternehmen erwirtschafteten Gewinne an die Anteilseigner nicht stattfindet. Vielmehr wird mit einer nur teilweisen Ausschüttung und dem Verbleib der restlichen Mittel im Unternehmen gerechnet. Damit kann vordergründig eine Finanzierungslücke überhaupt nicht entstehen, da die fraglichen Mittel den Aktionären lediglich fiktiv zugerechnet werden.

Allerdings stehen diese Mittel aufgrund der bewertungstechnischen Annahme einer kapitalwertneutralen Wiederanlage bzw. der angenommenen wertgleichen steuerfreien Zurechnung im Bewertungsmodell nicht zur nachhaltigen Finanzierung von preis- bzw. steuerinduziertem Wachstum zur Verfügung. Da die thesaurierten Beträge auch teilweise der Eigenkapitalfinanzierung der preisinduzierten Wachstumseffekte dienen, mit der fiktiven Zurechnung jedoch eine (vollständige) kapitalwertneutrale Wiederanlage unterstellt wird, ist im Bewertungskalkül die Finanzierungslücke des organischen Wachstums nicht geschlossen.

d) Eine weitere Problematik besteht in dem Umstand, dass eine Planung ab dem Zeitpunkt des Beginns der ewigen Rente nicht mehr stattfindet und entsprechend auch keine Planbilanzen mehr zur Verfügung stehen, anhand derer untersucht werden kann, ob bestimmte Posten preisbedingt in Höhe des Wachstumsabschlages steigen werden. Daher wird vereinfachend von einem Thesaurierungsbedarf in Höhe der Wachstumsquote bezogen auf das zum Ende der Detailplanungsphase vorhandene Eigenkapital ausgegangen.

e) In der neueren Rechtsprechung scheint die Erforderlichkeit einer besonderen Thesaurierung

für die Finanzierung des Wachstums grundsätzlich nicht beanstandet zu werden: Maßgeblich sei der betriebswirtschaftlich anerkannte Gedanke, dass ein nachhaltiges Gewinnwachstum ohne zusätzliche Finanzierung nicht in Betracht komme (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15. November 2012, 112 W 66/06, BeckRS 2013, 01573). Das OLG Frankfurt hat in einer Entscheidung vom 24. November 2011 (21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278) gleichfalls die Notwendigkeit der Thesaurierung von gesonderten Mitteln zur Erhaltung des Eigenkapitals in der Phase der ewigen Rente betont.

f) Aus Sicht der Kammer sprechen daher wohl die besseren Gründe dafür, dass in der ewigen Rente die Entwicklung des Eigenkapitals zu beachten ist, um von gleichbleibenden Finanzierungskonditionen für das Unternehmen ausgehen zu können. Jedenfalls kann unterstellt werden, dass sich die Situation des Unternehmens unter der Annahme, dass die Fremdkapitalquote in Zukunft ständig weiter anstiege, zunehmend verschlechtern würde, da dies gleichzeitig mit einem steigenden Investitionsrisiko für die Eigenkapitalgeber verbunden wäre.

g) Auch gegen die Anwendung der für die Berechnung der Höhe der Sonderthesaurierung verwendeten „Faustformel“ bestehen vorliegend keine grundsätzlichen Bedenken, da sich ein Anstieg des Finanzierungsvolumens linear auf die Höhe des Eigenkapitals auswirkt. Ein geringerer Anstieg wäre nur dann plausibel darstellbar, wenn für das künftige Ergebnis neben einer Ausweitung der Geschäftstätigkeit auch von stetig wachsenden Gewinnmargen ausgegangen werden könnte. Hierfür vermag die Kammer jedoch keine Anhaltspunkte zu erkennen. Vor diesem Hintergrund hielt die Kammer im Rahmen des § 287 ZPO die angewandte Thesaurierungsquote von 1 % für plausibel.

## **5. Kapitalisierungszinssatz**

Der Ertragswert eines Unternehmens ist der Unternehmenswert, der durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse, die aus dem künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden, gewonnen wird. Diese Abzinsung des nachhaltigen Zukunftsertrages ist erforderlich, um die erwarteten Erträge auf den Bewertungsstichtag zu beziehen. Dieser Wert wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen (neutralen) Vermögens.

Der Kapitalisierungszinssatz kann aus den Elementen Basiszinssatz, Risikozuschlag und Wachstumsabschlag unter Berücksichtigung der pauschalierten persönlichen Steuern der An-

teilseigner abgeleitet werden (vgl. etwa BayObLG, AG 2006, 41, 42; OLG Karlsruhe AG 2005, 45, 47; OLG Düsseldorf NZG 2000, 693, 695 f.).

Die Höhe dieser Faktoren ist zwischen den Beteiligten streitig, wobei die Antragsteller die von der Antragsgegnerin auf der Grundlage des Bewertungsgutachtens zugrunde gelegten Parameter als überhöht angreifen und einen niedrigeren Kapitalisierungszinssatz fordern. Sie wollen diesen insbesondere durch den Ansatz eines niedrigeren Basiszinssatzes sowie - die ganz überwiegenden Mehrzahl der Antragsteller - eines niedrigeren Risikozuschlages korrigiert wissen.

Die Kammer sah auf der Basis der Feststellungen der gerichtlichen Sachverständigen sowohl hinsichtlich des Basiszinssatzes als auch der bei der Höhe des in Ansatz zu bringenden Betafaktors Anlass, von den im Bewertungsgutachten verwendeten Werten abzuweichen. Die weiteren Parameter des Kapitalisierungszinssatzes waren im Ergebnis vertretbar und daher beizubehalten.

#### **a) Basiszinssatz**

Die Kammer hält auf der Grundlage der Berechnungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen für den Bewertungsstichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 2,38 % vor Steuern für zutreffend.

aa) Der Basiszinssatz wird aus dem durchschnittlichen Zinssatz für öffentliche Anleihen oder für langfristige festverzinsliche Wertpapiere als landesüblicher Zinssatz für quasi risiko-freie Anlagen am Kapitalmarkt abgeleitet (vgl. etwa BGH, NJW 1982, 575, 576; OLG Stuttgart, NZG 2000, 744, 747). In diese Kategorie fallen grundsätzlich nur inländische, öffentliche Anleihen (vgl. Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 682). Soweit in jüngerer Zeit vor dem Hintergrund der Finanzkrise eingewandt wird, Staatsanleihen könnten nicht mehr als sichere Papiere angesehen werden, ist dem entgegenzuhalten, dass vollkommen risikofreie Anlagen ohnehin nicht existieren und aus diesem Grunde – wie soeben erwähnt – nur quasi risikofreie Anlagen für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes herangezogen werden können. Auch die Existenz so genannter Credit Default Swaps für Bundesanleihen zeigt nach Auffassung der Kammer nicht, dass solche vom Markt nicht mehr als hinreichend sicher angesehen werden könnten mit der Folge, dass vom Basiszinssatz ein Abschlag vorzunehmen wäre. Dagegen spricht bereits der Umstand, dass solche CDS am Kapitalmarkt nicht lediglich der Absicherung vor – tatsächlich vorhandenen oder empfundenen – Zahlungsausfallrisiken dienen, sondern auch als Spekulations-

instrumente genutzt werden. Ein Risikoabschlag auf die am Markt beobachtbaren beziehungsweise prognostizierten Zinssätze war daher nicht angezeigt.

bb) Nach dem Stichtagsprinzip ist für sämtliche Bewertungsparameter grundsätzlich auf den Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung abzustellen, hier mithin auf den 21. Juli 2014. Spätere Entwicklungen können nur berücksichtigt werden, wenn sie zu diesem Zeitpunkt bereits angelegt waren (so genannte Wurzeltheorie: vgl. BayObLG, AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart, OLGR 2004, 6, 8; OLG Celle. NZG 1998, 987, 988; Riegger a.a.O., Rz. 11 Anh. § 11 SpruchG).

cc) Aus dem Stichtagsprinzip folgt im Hinblick auf den Basiszinssatz allerdings nicht, dass es allein auf den zum Stichtag aktuellen Zinssatz ankommt. Dieser ist in seiner konkreten Höhe mehr oder weniger zufällig, je nachdem, ob der Stichtag in eine Hochzinsphase oder eine Niedrigzinsphase fällt. Zu ermitteln ist vielmehr der aus der Sicht des Stichtags von kurzfristigen Einflüssen bereinigte, künftig auf Dauer zu erzielende Nominalzinssatz (vgl. etwa OLG Düsseldorf, Beschluss vom 20. März 2013, I-26 W 6/09 (AktE), BeckRS 2016, 12003).

dd) Die Kammer hält in Übereinstimmung mit der Empfehlung des IDW, welcher die Vorgehensweise sowohl der Bewertungsgutachterin als auch der Vertragsprüferin entspricht, die Ableitung des Basiszinssatzes aus der börsentäglich aktualisierten Zinsstrukturkurve der von der Deutschen Bundesbank geschätzten Zerobond-Zinssätze für die zurzeit am besten geeignete Methode zur Ermittlung des maßgeblichen Zinssatzes. Dabei handelt es sich um Schätzwerte, die auf der Grundlage beobachteter Umlaufrenditen von Kuponanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu 30 Jahren ermittelt werden. Um die – teilweise nicht unerheblichen – Schwankungen der täglichen Schätzungen auszugleichen, empfiehlt das IDW die Glättung durch die Betrachtung eines Zeitraums von vollen drei Monaten vor dem Bewertungsstichtag mit der anschließenden Bildung einer Durchschnittsgröße. Dies ist sachgerecht, denn bei der Festlegung des Basiszinssatzes handelt es sich trotz der auch in diesem Punkt feststellbaren Fortschritte in der betriebswirtschaftlichen Bewertungslehre nicht um ein präzises mathematisches Modell, sondern (lediglich) um eine Prognose. Um diese auf der Basis eines erprobten Modells vorzunehmen, wird auf die Zinsstrukturkurve zurückgegriffen (vgl. OLG Saarbrücken, DStR 2014, 1727, 1731). Da die Zinsstrukturkurve bereits Zukunftserwartungen abbildet, ist es nicht vorzugswürdig, die am Bewertungsstichtag zu beobachtenden Renditen für 10- oder 30-jährige Bundesanleihen als Maßstab für die Bestimmung der Höhe des Basiszinssatzes heranzuziehen.

ee) Soweit der gerichtliche Sachverständige demgegenüber die Verwendung des Durchschnittszinses eines mit dem Stichtag endenden Zeitraums von 30 Tagen als vorzugswürdig empfiehlt, hat sich eine solche Vorgehensweise bislang weder in der Bewertungspraxis noch in der Rechtsprechung etabliert. Zwar sind die Überlegungen des Sachverständigen, dass durch den kürzeren Betrachtungszeitraum aktuelle Zinsentwicklungen besser abgebildet werden als bei der Vorgehensweise des FAUB. Da diese aber sowohl bezogen auf den hiesigen Bewertungsstichtag als auch für Folgezeiträume allgemein akzeptiert ist, sah die Kammer keine Veranlassung, der abweichenden Systematik des Sachverständigen zu folgen.

ff) Der über die Zinsstrukturkurve ermittelte Basiszins kann als Wert nicht für sämtliche Perioden der unterstellten unendlichen Lebensdauer des Unternehmens in Ansatz gebracht werden, da eine Zinsstrukturkurve den periodenspezifischen Zinssatz in Abhängigkeit von der Restlaufzeit angibt. Im Fall der Svensson-Methode handelt es sich dabei um die Zinsen von Zerobonds (Spot Rates) ohne laufenden Zinscoupon. Die Zinsstrukturkurve zeigt für unterschiedliche Laufzeiten in der Regel keinen waagerechten Verlauf, sondern steigt mit zunehmender Restlaufzeit tendenziell an. Für die Anwendung einer ermittelten Zinsstrukturkurve auf konkrete Bewertungsfälle müssten die periodischen, annahmegemäß unendlich lange anfallenden Überschüsse des Unternehmens mit Hilfe der jeweiligen laufzeitspezifischen Spot Rates diskontieren (vgl. Wiese/Gampenrieder, BB 2008, 1722, 1724). Da dies aufwendig ist, behilft sich die Bewertungspraxis mit der Berechnung eines konstanten, einheitlichen Zinssatzes, der dann auf sämtliche Perioden angewendet wird. Eine solche Vorgehensweise unterliegt bereits aus dem Grund keinen durchgreifenden Bedenken, dass es sich auch bei der Ermittlung des risikolosen Zinssatzes auf Basis der Zinsstrukturkurve letztlich nur um eine Schätzung handelt.

gg) Die einheitliche Festlegung des Basiszinssatzes für den gesamten Beurteilungszeitraum, auch für den zeitnahen Detailplanungszeitraum, ist auch in der obergerichtlichen Rechtsprechung anerkannt (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 4. Juli 2012, I-26 W 8/10 (AktE), BeckRS 2012, 20476; OLG Stuttgart, Beschluss vom 15. Oktober 2013, 20 W 3/13, BeckRS 2013, 18382).

hh) Auch ist die nach dem IDW-Modell zugrunde zulegende Verwendung eines Zinssatzes unter Betrachtung eines „unendlichen“ Zeitraums nicht zu beanstanden. Zwar ist grundsätzlich bei der Wahl des Betrachtungszeitraums auf die Fristadäquanz zwischen der Unternehmensinvestition und der Investition in die quasi-risikolose Alternativanlage zu achten. Diesbezüglich wird als Konvention regelmäßig von einer fehlenden zeitlichen Begrenzung des Anlagehorizonts ausge-

gangen, soweit sich nicht für den konkreten Bewertungsfall Besonderheiten ergeben. Insoweit war es vorliegend zutreffend, vom „Regelfall“ auszugehen und nicht lediglich auf den Zeitraum der Detailplanungsphase abzustellen. Dem stand die konkrete Planung der Design Hotels AG nicht entgegen, da in dieser eine dauerhafte Existenz des Unternehmens unterstellt wird.

ii) Die Vertragsprüferin hat in ihrem Gutachten die Feststellungen der Bewertungsgutachterin bestätigt, dass der Basiszinssatz über einen Dreimonatszeitraum vom Februar 2014 bis Mai 2014 auf volle 1/4-Prozentpunkte gerundet bei 2,50 % lag. Die von ihr ermittelten konkreten Daten hat sie ebenso wenig mitgeteilt wie die Bewertungsgutachterin.

jj) Da für den Basiszinssatz, wie oben ausgeführt, nicht ein Referenzzeitraum bis zur Fertigstellung des Bewertungs- oder Prüfgutachtens maßgeblich ist, sondern der mit dem Tag der Beschlussfassung über die Strukturmaßnahme endende Dreimonatszeitraum, war der für die Berechnungen zu verwendende Zinssatz entsprechend anzupassen.

Nach den öffentlich zugänglichen Daten des WollnyWP BaseRate Guide, die mit den vom gerichtlich bestellten Sachverständigen in Tz. 599 seines Gutachtens wiedergegebenen Werten übereinstimmen, war der durchschnittliche Basiszinssatz auf einen solchen Zeitraum bezogen bis zum Stichtag von 2,54% auf 2,38% gefallen.

Nach der vom IDW vorgeschlagenen und durchgängig praktizierten Verfahrensweise einer Rundung des barwertäquivalenten Basiszinssatzes auf das nächste Viertelprozent ergab sich damit für die Zwecke der hiesigen Bewertung ein Basiszinssatz von 2,50%.

Die Kammer hat gegen diese Vorgehensweise allerdings bereits in der Vergangenheit Vorbehalte gehabt und sie als grundsätzlich willkürlich erachtet. Zwar existiert kein allgemeiner Grundsatz, wonach eine - auch zulasten der Antragsteller gehende - Rundung im Bereich des Basiszinssatzes nicht möglich ist (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 1. April 2015, 12a W 7/15, BeckRS 2015, 09001). Es besteht jedoch keine nachvollziehbare Veranlassung, eine rein kaufmännische Rundungsregel anzuwenden. Es kann aber gerechtfertigt sein, mit einer Auf- oder Abrundung erkennbare Tendenzen in der Zinsentwicklung zu berücksichtigen. So war hier bei Betrachtung der für den Bewertungsstichtag maßgeblichen Zahlen ist eine deutliche Abwärtstendenz in der Zinsentwicklung zu erkennen.

Daher war im konkreten Fall eine Aufrundung auf 2,50%, wie vom IDW empfohlen, nicht ange-

messen und der ungerundete Durchschnittswert zu verwenden. Die neben der Bildung eines Durchschnittswerts weitere „Vergrößerung“ des Basiszinssatzes durch eine Rundung bringt vorliegend nicht nur keine erkennbaren Vorteile mit sich, sondern führt angesichts der oben beschriebenen Zinsentwicklung zu einer Überschätzung der Rendite auf risikolose Anleihen. Diesbezüglich folgt die Kammer den Überlegungen des Sachverständigen zur wünschenswerten Vermeidung eines „Time Lag“.

mm) Die Abbildung des Abgeltungsverfahrens über das Tax-CAPM führt nach IDW S1 2008 zur Kürzung des Basiszinses um die typisierte persönliche Ertragsteuer in Höhe von 26,375 %. Der Basiszinssatz verminderte sich damit im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes auf 1,75 % nach Steuern.

#### **b) Marktrisikoprämie**

Der Basiszinssatz bezieht sich auf eine quasi-risikofreie, festverzinsliche öffentliche Anleihe, die mit der Anlage in einem Unternehmen von ihrer Risikostruktur her nicht vergleichbar ist. Anders als bei einer für die Dauer einer bestimmten Laufzeit garantierten Rendite, schwanken bei einer Beteiligung an einem Unternehmen die Überschüsse oder können ganz ausbleiben, ebenso wie der Wert der Anlage durch eine negative wirtschaftliche Entwicklung des Unternehmens auf null absinken kann.

aa) Es ist aus diesem Grunde anerkannt und auch sinnvoll, bei Anwendung des (TAX-) CAPM-Modells das allgemeine Unternehmensrisiko als Zuschlag im Rahmen der Kapitalisierung zu erfassen. Der Zuschlag soll nach seiner Konzeption sowohl das operative Risiko aus der betrieblichen Tätigkeit als auch das vom Verschuldungsgrad beeinflusste Risiko abdecken. Es soll dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kapitalanlage in einem Unternehmen regelmäßig mit höheren Risiken verbunden ist als eine Investition in öffentliche Anleihen. Zu diesen Risiken gehören neben dem stets vorhandenen Insolvenzzisiko solche Umstände, die bei der Ertragswertprognose grundsätzlich nicht oder nur unzureichend berücksichtigt werden können. Dazu zählen unter anderem Betriebsstörungen durch höhere Gewalt, Substanzverlust durch Betriebsstilllegungen, Aufwendungen für Umstrukturierungsmaßnahmen, Insolvenzen wichtiger Abnehmer, Belegschaftsveränderungen und Ähnliches (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2000, 323, 325).

bbb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – so



auch in diesem Verfahren – entgegengehalten, dass die besonderen Chancen und Risiken schon bei den zukünftigen Überschüssen erfasst seien und dem allgemeinen Risiko eine Chance mit gleicher Wertigkeit gegenüberstehe (so OLG Celle, NZG 1998, 987, 989). Diese Auffassung ist aber vereinzelt geblieben und wird aktuell nicht mehr vertreten. Es ist nämlich zweifelhaft, ob Risiken und Chancen tatsächlich gleich zu bewerten sind, da die Chancen über das Steuerrecht und das Arbeitsrecht stärker sozialisiert sind als die Risiken (so zutreffend Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 738). Zudem steht den im Regelfall begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes des Investments gegenüber.

cc) Vor diesem Hintergrund hält die Kammer den Ansatz eines allgemeinen Risikozuschlages für sachgemäß. Die Folgerichtigkeit des Risikozuschlages folgt aus dem Zweck der Abfindung. Der Ausscheidende soll die Chance erhalten, eine gleichwertige Anlage gleicher Risikostufe zu erwerben. Ließe man das allgemeine Unternehmensrisiko außer Betracht, erhielte der Ausscheidende zu viel. Schließlich gehört es nach Ansicht der Kammer zu den empirisch zu belegenden Tatsachen, dass der typische Kapitalanleger mehr oder weniger risikoavers ist (vgl. auch Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 719).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, auf diversifizierte Portfolios zu setzen und nicht auf eine möglichst umfassende Beteiligung an einem einzigen Unternehmen, um auf diese Weise für einen gewissen Risikoausgleich zu sorgen. Wenn sich auch die in Aktien gesetzte Renditehoffnungen in der Vergangenheit nicht immer bestätigt haben mögen, investiert ein Anleger doch regelmäßig nur dann in Aktien eines bestimmten Unternehmens, wenn er im konkreten Fall mit einer höheren Rendite als bei festverzinslichen Wertpapieren rechnet, andernfalls würde er die sicherere Anlagealternative wählen.

dd) In der Rechtsprechung sind in der Vergangenheit Risikozuschläge in unterschiedlicher Höhe anerkannt worden: von BGH NJW 2003, 3272, 3273 wurden 3% nicht beanstandet; das OLG Düsseldorf ging in NZG 2003, 588, 595 von einer Marktisikoprämie von 4% und einem Beta-Faktor von 1,02 aus, woraus sich ein Risikozuschlag von 4,1% ergibt; nach OLG Düsseldorf, AG 2006, 287 ist eine Marktisikoprämie von 5% nicht zu beanstanden, wobei sich im konkreten Fall wegen eines Beta-Faktors von 0,3 aber ein Risikozuschlag von lediglich 1,5% ergab. Teilweise wurden Risikozuschlag und Inflationsabschlag gegeneinander verrechnet (nach OLG Stuttgart NZG 2000, 744, 747 ist dies jedoch eine Frage der Vorgehensweise des Gutachters), teilweise aber auch für unbegründet erachtet (so die oben bereits zitierte Entscheidung des OLG Celle: Ri-

sikozuschlag von 2,4% ist nicht anzusetzen, sondern bereits bei der Ermittlung des nachhaltigen Unternehmensertrags zu berücksichtigen; kritisch auch Emmerich-Habersack, a.a.O., Rz. 68 zu § 305 AktG; eine Übersicht zur Rechtsprechung findet sich bei Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 773).

ee) Den Bedenken gegen die früher übliche „freie“ Herleitung der Marktrisikoprämie trägt der Standard IDW S1 Rechnung, indem er zur Ableitung von Risikoprämien das kapitalmarktorientierte Modell des CAPM - Capital Asset Pricing Model – beziehungsweise dessen Weiterentwicklung Tax-CAPM - empfiehlt, was zur Definition der durchschnittlichen Risikoprämie als langjährige Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen führt. Dazu wird im Ausgangspunkt die Differenz zwischen der Rendite eines Marktportfolios und einer Staatsanleihe als Marktrisikoprämie zugrunde gelegt, weil sich Investoren das Risiko einer Aktienanlage im Vergleich zur Anlage in einer Bundesanleihe durch höhere Renditen vergüten lassen (vgl. Hopt/Wiedemann-Hasselbach/Hirte, Großkommentar AktG, Rz. 201 zu § 305 AktG). Diese Prämie wird in einem zweiten Schritt durch eine spezielle Betrachtung des Risikos des zu bewertenden Unternehmens (Beta-Faktor = Verhältnis der Volatilität der Renditen des zu bewertenden Unternehmens und des Marktportfolios) modifiziert.

ff) Zwar scheint die Herleitung der Marktrisikoprämie nach diesem Modell methodisch transparent zu sein, allerdings steht die empirische Bewährung des Modells gerade im Zusammenhang mit Unternehmensbewertungen noch aus, so dass die Anwendung weiterhin nicht unumstritten ist, worauf einige Antragsteller ausdrücklich hinweisen.

gg) Das CAPM-Modell beruht nämlich auf einer Reihe stark vereinfachter Annahmen, die mit der Marktrealität nicht übereinstimmen. Es geht davon aus, dass sämtliche Marktteilnehmer bei ihren Marktentscheidungen denselben Regeln folgen, die auf der Grundannahme der Risikoaversion beruhen, so dass alle Anleger ihre Investitionen zur Steuerung des Risikos auf eine Vielzahl von Finanztiteln verteilen. Das verbleibende Marktrisiko besteht damit in derjenigen Komponente, die sich auch bei einer solchen Steuerung der Anlagen nicht „wegdiversifizieren“ lässt (vgl. instruktiv Adolff, Unternehmensbewertung im Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft, S. 26 ff.).

Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie sich die Fundamentaldaten für ein „unrealistisches“ Modell aus den tatsächlichen Marktverhältnissen ableiten lassen sollen. So wird zu Recht eingewandt, dass nicht nachvollziehbar sei, aus welchem Grunde sich die Höhe des Risi-

kos der Anlage in Aktien aus der Beobachtung der in der Vergangenheit verwirklichten Chancen ableiten lassen soll (so LG Dortmund, Beschluss vom 19. März 2007, 20 W 6/06, BeckRS 2007 0381). Hinzu kommt, dass das CAPM nach seiner ursprünglichen Konzeption nicht für den Mehrperiodenfall entwickelt worden ist und mit diesem Modell in erster Linie die Kapitalkosten eines Unternehmens bewertet, nicht aber die angemessene Abfindung von Minderheitsaktionären bestimmt werden soll.

hh) Auf der anderen Seite ist die dem Modell zugrunde liegende Annahme nicht unplausibel, dass der typisierte Anleger für seine Investition in ein Unternehmen gegenüber sicheren Anlagen eine Überrendite erwartet, die in etwa derjenigen entspricht, die in vorangegangenen Zeiträumen im Mittel erzielt worden ist. Vor dem Hintergrund, dass nach dem CAPM aus empirischen Aktienrenditen das konkrete Maß der Risikoaversion der Anlage abgeleitet werden soll, ist dessen – nicht minder umstrittene – Erweiterung durch das TAX-CAPM mit der Berücksichtigung der Wirkungen persönlicher Ertragssteuern nachvollziehbar. Der idealtypische Anleger wird seine Investitionen regelmäßig an denjenigen Beträgen ausrichten, von denen er ausgehen kann, dass sie ihm im Idealfall auch tatsächlich ohne weitere Minderung durch Steuern oder Abgaben zufließen werden.

ii) Trotz der Anlehnung an Marktdaten bestehen aber auch bei der CAPM-Methode erhebliche Spielräume bei der Ermittlung der anzusetzenden Werte. So ist im Einzelnen umstritten, in welcher Weise (geometrisches Mittel, das eine Anlage über den gesamten betrachteten Zeitraum unterstellt, oder arithmetisches Mittel, das von einer Veräußerung der Anlage zu einem bestimmten Zeitpunkt und einer anschließenden Wiederanlage ausgeht) und über welche Zeiträume die Rendite des Marktportfolios abzuleiten ist.

jj) Auch auf wirtschaftswissenschaftlicher Ebene ist die Höhe der Marktrisikoprämie Gegenstand eines bis heute geführten Streits (vgl. etwa Wenger in Sonderheft AG Fair Valuations vom 20. November 2005, 13 ff.), der zum Teil auch durch entsprechende Interessenlagen geprägt ist. Es existiert eine Vielzahl verschiedener Studien zur Höhe der historischen Marktrisikoprämien auf verschiedenen Märkten sowie für Deutschland. Diese ergeben allerdings kein einheitliches Bild und schwanken sowohl von der ermittelten Höhe als auch von den angenommenen Vorzeichen her deutlich (eine Übersicht über einige Arbeiten findet sich etwa bei Drukarczyk/Schüler, Unternehmensbewertung, 6. Aufl., S. 222 sowie bei Dörschell/Franken/Schulte, Der Kapitalisierungszinssatz in der Unternehmensbewertung, 2. Aufl., S. 119). Metz zeigt in diesem Zusammenhang instruktiv auf, dass die Höhe der Risikoprämie auch unmittelbar auf die Festlegung der Länge

des Vergangenheitszeitraums und die zugehörigen Start- und Endpunkte reagiert und sich hier – je nach Wahl der Parameter – erhebliche Unterschiede bei der Höhe der gemittelten Überrendite (oder auch Unterrendite) ergeben können (vgl. Metz, Der Kapitalisierungszinssatz bei der Unternehmensbewertung, S. 215). Empirische Studien zeigen darüber hinaus, dass die gemessenen Marktrisikoprämien umso kleiner ausfallen, je länger die unterstellten Haltedauern sind. Ein Investor mit langem Planungshorizont rechnet aus diesem Grunde mit geringeren Marktrisikoprämien als ein Investor mit kurzem Anlagehorizont (vgl. Kruschwitz/Löffler/Essler, Unternehmensbewertung für die Praxis, S. 127).

kk) Eine endgültige Klärung der genannten Streitpunkte kann im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werde, da es im Spruchverfahren nicht darauf ankommt, wirtschaftswissenschaftliche Modelle abstrakt auf ihre Tauglichkeit zu überprüfen, sondern zeitnah über eine angemessene Abfindung zu befinden (so auch zutreffend BayObLG, NZG 2006, 156, 157). Da sich eine aus der Sicht der Kammer überzeugend begründete Meinung unter Wirtschaftswissenschaftlern, mit welcher Methode und unter Ansatz welcher Parameter die Risikoprämie zutreffend zu bestimmen ist, noch nicht durchgesetzt hat, bleibt nur der rechtliche Weg einer Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO (vgl. auch Großfeld-Stöver, BB 2004, 2799, 2802).

ll) Im Rahmen der Schätzung kann eine nach dem CAPM-Modell ermittelte Marktrisikoprämie trotz der oben erläuterten methodischen Schwächen dieses Modells als Grundlage herangezogen werden, wobei nach Auffassung der Kammer im konkreten Bewertungsfall eine kritische Prüfung der Parameter auf ihre Plausibilität notwendig ist. Zwar mag die CAPM-Methode zurzeit keine überlegene finanzmathematische Erklärung des Marktes liefern, das Zuschlagsmodell unter Ansatz einer „gegriffenen“ Marktrisikoprämie ist ihr jedoch wegen der auf der Hand liegenden Willkür nicht überlegen. Das OLG Frankfurt führt in diesem Zusammenhang zutreffend aus, dass es sich bei der Marktrisikoprämie stets um eine mit Zweifeln behaftete Schätzung handelt, deren tatsächliche Höhe nicht abschließend ermittelt werden kann und trotz jahrelanger intensiver Diskussion in betriebswirtschaftlichen Kreisen weiterhin ungeklärt ist (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 7. Juni 2011, 21 W 2/11, BeckRS 2011, 16994). Zudem kann das CAPM in der internationalen Bewertungspraxis faktisch als Standardmethode angesehen werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 27. Mai 2009, 26 W 5/07, BeckRS 2009, 26638), denn ein überzeugender Bewertungsansatz, der das CAPM verdrängen könnte, hat sich bisher nicht etabliert (vgl. auch MünchKomm/Paulsen, 3. Aufl., Rz. 126 zu § 305 AktG). Dies zeigen letztlich auch die Einwendungen der Antragsteller, die sich zum Teil in einer grundsätzlichen Kritik am (TAX-) CAPM-Modell erschöpfen, ohne jedoch methodisch bessere Varianten für die Bestimmung der

Marktrisikoprämie aufzuzeigen.

mm) Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Bericht eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 5,5 % angesetzt. Zur Begründung dieses Ansatzes finden sich im Gutachten zwar längere theoretische Ausführungen zum Hintergrund des Konzepts der Marktrisikoprämie und den Auswirkungen der unterschiedlichen Besteuerungsregime auf deren Höhe. Im Ergebnis folgt die Bewertungsgutachterin aber der am Bewertungsstichtag aktuellen Empfehlung des FAUB des IDW vom 19. September 2012, was auch durch den Fettdruck an der entsprechenden Stelle des Gutachtens zum Ausdruck gebracht wird. Darüber hinaus finden sich lediglich Ausführungen, mit denen sich die Gutachterin - quasi proaktiv - mit Studien befasst, die regelmäßig von Seiten der Antragsteller im Spruchverfahren angeführt werden, um zu begründen, dass auf die Vorgaben des FAUB nicht zurückgegriffen werden kann, da diese interessegeleitet und daher überhöht seien.

Die Vertragsprüferin beschränkt sich darauf, die Empfehlung des FAUB, die Marktrisikoprämie in einer Bandbreite von 5 % bis 6 % nach Steuern anzusetzen, zu referieren. Zwar behauptet sie in Tz. 277 ihres Gutachtens, eigene methodische und empirische Überlegungen zu der Frage angestellt zu haben, ob der Ansatz des Mittelwerts auch im vorliegenden Bewertungsfall gerechtfertigt ist. Sie teilt aber nicht mit, auf welcher Tatsachengrundlage sie die entsprechenden Ermittlungen angestellt hat und zu welchen Ergebnissen sie konkret gelangt ist, um den Wert von 5,5 % eigenständig für plausibel zu halten.

nn) Die Empfehlung des FAUB basiert im Ansatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff, der die künftig erwartete Marktrisikoprämie aus der empirisch historischen Differenz zwischen der Rendite risikobehafteter Wertpapiere und den Renditen quasi risikofreier Kapitalmarktanleihen abgeleitet hat.

Die Stehle-Studie beruht, unabhängig von der vielfach kritisierten Finanzierung durch , auf einer Vielzahl von Annahmen, mit denen Stehle bei seinen Ausführungen empirische Erkenntnisse mit modelltheoretischen Erwägungen verknüpft, womit die Ergebnisse nicht auf endgültig gesicherten Prämissen beruhen. Auch ist wegen der nachkriegsbedingten untypischen Wirtschaftsentwicklung in diesem Zeitraum die Einbeziehung der zweiten Hälfte der fünfziger Jahre des letzten Jahrhunderts zumindest fraglich, soweit Anhaltspunkte für die zukünftige Marktrisikoprämie gewonnen werden sollen, auf die es im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes allein ankommt. Jedenfalls ist vordergründig nicht nachvollziehbar, aus welchen Gründen sich der typisier-

te Marktteilnehmer für seine Renditeerwartungen an den in den 1950er Jahren erzielten Überrenditen orientieren sollte. Diese Frage wird allerdings durch die Bildung eines langjährigen Durchschnitts auf die Betrachtung reduziert, ob die zwischen 1955 und 1959 erzielten Überrenditen von Aktien als singuläres Ereignis zu qualifizieren sind oder aus ökonomischer Sicht als wiederholbar zu gelten haben.

Schließlich muss die Frage, ob eine Durchschnittsbildung durch eine arithmetische oder eine geometrische Berechnung die Marktrisikoprämien aus der Vergangenheit besser abbildet als in der betriebswirtschaftlichen Forschung weiterhin ungeklärt angesehen werden. Auch bei Verwendung des arithmetischen Mittels ergeben sich zum Teil erhebliche Abweichungen in der Höhe der Risikoprämie je nachdem, welche Länge man für den Wiederanlagezeitraum veranschlagt. Tendenziell sinken die ermittelten Risikoprämien bei der Betrachtung längerer Halteperioden. Zudem bestätigt sich die Sensitivität der Wertermittlung auf Veränderungen der zugrunde liegenden Datenbasis durch die Fortführung der Stehle-Studie durch Reese, wobei lediglich die Ergänzung der Datenreihe von 1955 bis 2003 um die Jahre 2004 bis 2006 zu einer um 0,5 % höheren Vorsteuergröße führt.

oo) Darüber hinaus wird das von Stehle ausgewiesene Ergebnis in überproportionalem Umfang durch die zugrunde gelegten Annahmen zur Haltedauer beeinflusst. Dies zeigt ein in einem Verfahren vor dem Landgericht Hannover von am 11. Dezember 2013 erstattetes Gutachten, in dem auf der Basis der von Stehle zusammengestellten Datengrundlage lediglich die von Stehle verwendete Prämisse einer einjährigen Anlage auf längere Anlagezeiträume von drei bis fünf Jahren verändert wird. ist (allein) durch diese Änderung zu einem um 1,0 % bis 2,0 % geringeren Ausgangswert für die Marktrisikoprämie vor Steuern gelangt. Im Ergebnis handelt es sich bei dieser Untersuchung aber um keine neue Studie über die Höhe historischer Marktrisikoprämien in Deutschland, sondern lediglich um eine neue, andere Interpretation bekannter Daten. Dass diese der bisherigen Sichtweise erkennbar überlegen ist, wie einige Antragsteller meinen, vermag die Kammer nicht festzustellen, so dass sie sich letztlich als weitere Meinung in die Reihe der Untersuchungen zum Thema Marktrisikoprämie einreicht.

pp) In der obergerichtlichen Rechtsprechung zeichnete sich in der jüngeren Vergangenheit jedenfalls die Tendenz ab, die von Stehle in seiner Studie für angemessen erachtete Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,5% nach Steuern, was dem Median der von ihm ermittelten Bandbreite entspricht, als angemessen zu erachten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. April 2011, 21 W 13/11, BeckRS 2011 unter Bezugnahme auf die Beschlüsse des OLG Stuttgart vom 19. Janu-

ar 2011 - 20 W 3/09 -, Tz. 192 ff. zitiert nach juris, sowie vom 18. Dezember 2009 - 20 W 2/08 -, Tz. 220 ff. zitiert nach juris, dort für Bewertungsstichtage im Jahr 2005 und 2007).

qq) Die Verwendung dieser Größe wurde bislang aber auch vom IDW lediglich unter der Geltung des steuerlichen Halbeinkünfteprinzips empfohlen, während für den vorliegenden Bewertungsstichtag die – höhere – Abgeltungssteuer von 25% zuzüglich Solidaritätszuschlag zu berücksichtigen ist. Da man beim IDW von der Konvention ausgeht, dass es den Anlegern nicht gelingen wird, angesichts der gestiegenen Steuerlast höhere Renditeforderungen vor Steuern durchzusetzen, sind mit der Einführung der Abgeltungssteuer tendenziell niedrigere Risikoprämien verbunden. Entsprechend hat der FAUB des IDW am 3. Dezember 2009 auch Hinweise veröffentlicht, dass seit der Einführung der Abgeltungssteuer eine Marktrisikoprämie von 4 % bis 5 % nach persönlichen Ertragssteuern für sachgerecht erachtet wird.

rr) Die Kammer hat sich in der Vergangenheit nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite, mithin 4,5 %, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

Für die Schätzung des Risikozuschlags in dieser Höhe kann der in § 203 Abs. 1 BewG festgelegte Zuschlag von 4,5% zum Basiszinssatz einen ersten Anhaltspunkt bieten. Auch wenn diese Vorschrift nur im vereinfachten Ertragswertverfahren zur Anwendung kommt, zeigt sie die Wertung des Gesetzgebers, dass ein solcher Zuschlag im Regelfall als geeignet angesehen werden kann. Die darin enthaltenen pauschalen Ab- und Zuschläge für Wachstum, (mangelnde) Fungibilität, inhaberabhängige Faktoren u. a. (vgl. BT-Drs. 16/11107 S. 24) heben sich gegenseitig weitgehend auf (vgl. OLG München, Beschluss vom 18. Februar 2014, 31 Wx 211/13, BeckRS 2014, 03894).

ss) Für wenig überzeugend hält die Kammer jedenfalls Betrachtungen, die zu dem Ergebnis gelangen, dass die Anlage in Aktien nur in wenigen Fällen – und dann auch nur in minimaler Höhe – zu einer Überrendite gegenüber einer zeitgleichen Investition in Rentenpapiere geführt haben soll (vgl. etwa Knoll/Wenger/Tartler, ZSteu 2011, 47 ff.).

Zum einen ergibt sich hier in gleichem Maße wie bei anderen Untersuchungen das Problem der Datenbasis, wobei zudem offenbar die Entwicklung des CDAX als (Performance-) Index der Rendite einzelner Staatsanleihen gegenübergestellt wird. Auch ist der Betrachtungszeitraum vergleichsweise kurz, so dass sich die Frage stellt, ob sämtliche unter gewöhnlichen Umständen

zu erwartenden Marktzyklen Berücksichtigung gefunden haben, da diese letztlich in die Erwartungshaltung von Anlegern einfließen. Zum anderen werden sich stets Zeiträume ermitteln lassen, in denen sich die Investition in Rentenpapiere aufgrund besonderer Konjunktur- oder Marktereignisse als weitaus gewinnbringender erwiesen hat als eine Kapitalanlage auf dem Aktienmarkt. Es ist aber gerade diese Unsicherheit, ob die Investition auf dem Aktienmarkt positive Renditen abwerfen wird, welche durch die Risikoprämie abgebildet werden soll. Eine Investition in Aktien wäre ökonomisch nicht mehr erklärbar, wenn die Erwartungen der Anleger für die Zukunft dahin gingen, dass ihr Investment in Unternehmen gegenüber der Anlage in – verhältnismäßig – sicheren Staatsanleihen keinen Mehrwert erwirtschaften wird oder die Bilanz sogar negativ ausfallen könnte.

Wäre nach der entsprechenden Auffassung keine oder nur eine minimale Marktrisikoprämie in Ansatz zu bringen, würde dies bedeuten, dass die zu erwartenden Zahlungsströme aus Aktien ebenso sicher sind wie diejenigen aus Rentenpapieren. Eine solche Annahme kann nach Ansicht der Kammer aber nicht ernsthaft in Betracht gezogen werden. Aus diesem Grunde geht auch der vielfach geäußerte Einwand fehl, bei Annahme einer Marktrisikoprämie von – etwa – 4,5 % müsse die allgemeine Aktienrendite diesen Betrag zuzüglich des Basiszinssatzes erreichen, da hierbei unterstellt würde, dass sich aus Aktien sichere, konstante Zahlungsströme ableiten lassen. Eben dies ist aber gerade nicht der Fall.

tt) Fraglich bleibt allerdings, ob die Einschätzung einer Marktrisikoprämie von 4,5 % als Nachsteuerwert weiterhin Bestand haben kann oder ob insoweit wegen der durch die Finanzkrise veränderten Rahmenbedingungen eine Anpassung erforderlich wird. Eine solche Anpassung liegt der veränderten Empfehlung des FAUB aus dessen 108. Sitzung zugrunde, die sich laut dem Bewertungsgutachten im Wesentlichen aus der Erkenntnis speist, dass die Spreads sowohl zwischen deutschen und europäischen Staatsanleihen als auch zwischen Interbankenzinsen und Staatsanleihen gestiegen seien. Dies spreche dafür, dass der Preis für die Risikoübernahme am Markt gestiegen sei. Auch die Betrachtung historischer Daten und so genannte ex-ante-Analysen würden dieses Ergebnis stützen. Daher sei eine krisenbedingte Korrektur der Kapitalkosten angebracht.

Die Kammer halte es für verfehlt, als Begründung einer denkbaren Erhöhung der Marktrisikoprämie allein auf die Empfehlung des IDW vom 19. September 2012 abzustellen, die auch am Bewertungsstichtag noch galt. Zwar wird zum Teil die Auffassung vertreten, dass die Verlautbarungen des IDW eine anerkannte Expertenauffassung darstellen und als solche eine wesentliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermitt-



lung des Unternehmenswertes bilden (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 106 zitiert nach juris). Auch eine solche Expertenauffassung muss sich jedoch der Anforderung stellen, dass sie in ihrem wesentlichen Kern nachvollziehbar abgeleitet und begründet ist, was vorliegend im Hinblick auf die genannte Empfehlung nicht festgestellt werden kann, zumal eine Vermischung zwischen dem bisher auf Basis der Stehle-Daten erfolgten Rückgriff auf historische Renditedeltas und einer Einbeziehung des – keineswegs unumstrittenen – TMR-Ansatzes und von Ex-Ante-Modellen erfolgt (vgl. hierzu van Rossum in MünchKomm/AktG, 5. Aufl., Rz. 150 zu § 305 AktG).

uu) In der Sache hält es die Kammer für zweifelhaft, dass der vom FAUB vorgegebene Wertkorridor zutreffend ist. Nachhaltige Änderungen des Marktzinsniveaus mögen zwar durchaus geeignet sein, Zweifel an der Verwendung ausschließlich historischer Überrenditen zu wecken. Mit der Übertragung von Renditen aus der Vergangenheit auf die Zukunft ist nämlich die Prämisse verbunden, dass die Marktrisikoprämie im Zeitablauf mehr oder weniger konstant bleibt, da bei ausreichend langen Beobachtungszeiträumen die Daten von Zeiten wirtschaftlicher Prosperität auf der einen und Krisen auf der anderen Seite in die Betrachtung einfließen. In die oben erwähnte Studie von Stehle sind Daten aus den Jahren ab 1955 eingeflossen, die nicht lediglich Phasen des wirtschaftlichen Aufschwungs wie zu Beginn des Betrachtungszeitraums umfassen, sondern auch Krisen – wie etwa die Energie- bzw. Ölkrise der Jahre ab 1972, die zu einem erheblichen Einbruch der weltweiten Wirtschaftsleistung geführt hat. Aus diesem Grunde bedarf es für die Abkehr von der aus dem Stehle-Gutachten folgenden Sichtweise erheblicher Argumente, welche die Einschätzung rechtfertigen, dass die Entwicklung an den Kapitalmärkten in ganz erheblichem Maße verzerrt ist und eine zeitnahe Rückkehr zu „normalen“ Verhältnissen nicht zu erwarten ist.

Fraglich ist auch die weitere Annahme des IDW, dass die Finanzkrise die Erwartung der Anleger an die Höhe der Gesamrendite ihrer Investments nicht beeinflusst hat. Insoweit fehlt es sowohl zum Bewertungsstichtag (als auch weiterhin) an längerfristigen Untersuchungen, ob die Marktteilnehmer bei sinkender Verzinsung sicherer Titel infolge krisenhafter Entwicklungen und/oder staatlicher Eingriffe tatsächlich erwarten, dass sich bei einer Anlage in Aktien identische Renditen wie in Vorkrisenzeiträumen erzielen lassen, so dass – rein rechnerisch – bei sinkendem Basiszins die Marktrisikoprämie ansteigen muss. Diese These ist vor allem auch aufgrund des Umstandes zu hinterfragen, dass nach Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise parallel auch die Aktienrenditen eingebrochen sind und sich für die entsprechenden Zeiträume keine steigende Risikoprämie ableiten lassen würde.

Soweit auf den Anstieg impliziter Kapitalkosten in Folge der Finanzkrise verwiesen wird, ist dies nach Ansicht der Kammer isoliert betrachtet kein überzeugendes Argument, um zu einer höheren Marktrisikoprämie zu gelangen. Implizite Kapitalkosten beruhen im Gegensatz zu historischen Daten auf Erwartungswerten, diese sind jedoch durch den Einbezug von Analystenprognosen stark subjektiv geprägt. Ihnen kann daher grundsätzlich keine bessere theoretische Fundierung zugesprochen werden als dem Ansatz, die zukünftige Risikoprämie aus einem Vergangenheitsdurchschnitt zu gewinnen (vgl. auch Ballwieser/Friedrich, Corporate Finance 2015, 449, 451). Wenn aufgrund sich verfestigender, aktueller Entwicklungen die Abkehr von der Verwendung einer auf historischen Daten basierenden Marktrisikoprämie für erforderlich gehalten würde, müsste insoweit ein tragfähiges und konsistentes neues Konzept entwickelt werden, woran es allerdings weiterhin fehlt.

vv) Jedenfalls kann im Rahmen einer objektivierten Ermittlung von Unternehmenswerten eine rein intuitive Erhöhung der Marktrisikoprämie nicht in Betracht kommen. Die der Empfehlung aus dem September 2012 zugrunde liegenden Beobachtungen des FAUB stützen sich auf einen relativ kurzen Zeitraum, während die der von Stehle untersuchte Zeitraum, wie oben erwähnt, die Jahre von 1955 bis 2003 umfasst und damit mehrere Wirtschaftszyklen abdeckt. Hinzu kommt, dass zum Stichtag Mitte des Jahres 2014 bereits deutliche wirtschaftliche Erholungstendenzen erkennbar waren, so dass – zumindest für Deutschland – nicht von einer längerdauernden Wirtschaftskrise ausgegangen werden konnte. Auch der durch die Eingriffe der Europäischen Zentralbank künstlich niedrig gehaltene Basiszinssatz war nicht geeignet, eine Erhöhung der Marktrisikoprämie als plausible Folge der Marktsituation ansehen zu können. Der vielfach beklagte „Anlagenotstand“ dürfte vielmehr eher dazu führen, dass sich Investoren mit niedrigeren Renditen als in der Vergangenheit zufriedengeben. Soweit

Hinzu kommt, dass in einem anderen Verfahren vor der Kammer die dort beauftragte Barabfindungsprüferin hat in ihrem Gutachten anhand der von Stehle zur Verfügung gestellten Daten eigene Berechnungen vorgenommen hat und zu dem Ergebnis gelangt ist, dass sich auf Basis dieser Rohdaten eine Nachsteuer-Risikoprämie in Höhe von 5,46% für den Zeitraum 1955 bis 2003 verifizieren lässt. Die Prüferin hat den Untersuchungszeitraum anhand aktualisierter Daten bis zum Jahr 2009 erweitert und ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass sich – rein rechnerisch – kein Hinweis auf eine signifikante Erhöhung der Risikoprämie durch die Finanz- und Wirtschaftskrise ab dem Jahr 2007 feststellen lässt. Sie ist daher zu der Auffassung gelangt, dass sich die vom IDW empfohlene Anpassung anhand der Fundamentaldaten nicht recht-

fertigen lässt und hat ihren Berechnungen daher weiterhin eine Marktrisikoprämie in Höhe von 4,5 % nach Steuern zugrunde gelegt. Daher hält die Kammer aufgrund der Erkenntnisse aus diesem Gutachten die Behauptung des FAUB für widerlegt, dass sich ein Anstieg der Kosten für die Risikoübernahme in Form der Investition in ein Unternehmen auch aus historischen Marktdaten ableiten lässt.

ww) Vor diesem Hintergrund hielt auch die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % auch für einen Stichtag im Juli 2014 ungeachtet der Negativergebnisse aus Zeiträumen in der jüngsten Vergangenheit für plausibel und angemessen. Dahin gestellt bleiben kann hier, ob für spätere Zeiträume angesichts der fortgeführten Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank eine Anhebung des Kapitalisierungszinssatzes, gegebenenfalls über den Faktor Marktrisikoprämie, angezeigt erscheint.

Nach Überzeugung der Kammer kann insoweit nicht eingewandt werden, es sei nicht ersichtlich, dass die Nichtbeachtung der stichtagsaktuellen Empfehlungen des FAUB zur Marktrisikoprämie im Rahmen objektiver Unternehmensbewertungen zu „richtigeren“ Unternehmenswerten führen würde (vgl. auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 30.04.2018 - 26 W 4/16, juris Rn. 43 ff.). Daher sei die stichtagsbezogene Bandbreite des FAUB als geeigneter Rahmen für die Ableitung der Marktrisikoprämie anzusehen und gegen die Heranziehung des Mittelwertes der empfohlenen Bandbreite nichts einzuwenden (vgl. OLG Frankfurt a. M., Beschluss vom 8.9.2020 – 21 W 121/15, BeckRS 2020, 29903).

Wie allgemein anerkannt, kann es angesichts der heterogenen Meinungslage zur Ermittlung und Höhe der Marktrisikoprämie im Rahmen von Unternehmensbewertungen ohnehin kein „richtiges“ Ergebnis geben. Dies rechtfertigt es aber nicht, bezogen auf den Stichtag von letztlich „gegriffenen“ Werten auszugehen, auch wenn diese einer Empfehlung des FAUB entsprechen und sie in der obergerichtlichen Rechtsprechung für den auch hier in Rede stehenden Zeitraum als plausibel akzeptiert worden sind.

Soweit weisen jüngere empirische Untersuchungen anhand verschiedener methodischer Ansätze, nämlich der Betrachtung historisch gemessener Aktienrenditen, der Betrachtung langfristiger realer Aktienrenditen, die Verwendung von ex ante Analysen impliziter Kapitalkosten sowie eine modelltheoretische Analyse ohne risikofreie Kapitalkosten auf eine verglichen mit früheren Ansätzen infolge der Finanzkrise gestiegene Marktrisikoprämie hinweisen (vgl. etwa Castedello/Jonas/Schieszl/Lenckner, WPg 2018, 806 ff.), können die Ergebnisse dieser Untersu-

chungen, wie oben ausgeführt, nicht auf den Stichtag im Juli 2014 zurückbezogen werden, da seinerzeit derartige Erkenntnisse gerade noch nicht vorgelegen haben.

### c) Betafaktor

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, mithin global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risiko-profil des individuellen Unternehmens anzupassen. Eine Investition in die Anteile der zu bewertenden Gesellschaft weist in der Regel nämlich eine andere Risikostruktur auf als die Investition in ein Aktienportfolio. Der Betafaktor bildet über den Vergleich der Schwankungsbreite der Aktien des zu bewertenden Unternehmens mit der Volatilität des gesamten Aktienmarktes das spezielle Unternehmensrisiko ab. Dabei besagt ein Betafaktor von eins, dass die Rendite der betrachteten Gesellschaft bei einer Renditeänderung des Gesamtmarkts in gleicher Höhe wächst oder sinkt. Liegt der Betafaktor zwischen null und eins, reagiert die Rendite der betrachteten Gesellschaft schwächer als der Gesamtmarkt, so dass ein geringeres Risiko besteht. Nach dem theoretischen Modell, welches dem CAPM zugrunde liegt, folgt hieraus, dass mit der Höhe des Betafaktors auch die von den Kapitalmarktteilnehmern für ihre Investition in ein bestimmtes Unternehmen geforderte Risikoprämie ansteigt.

aa) Die Anpassung der Marktrisikoprämie an das zu bewertende Unternehmen über den Betafaktor besitzt zwar den Anschein einer mathematischen Berechnung, welche im Einzelfall zu einer objektiven Bewertung des Risikos führen kann. Zum einen wird aber bereits die rein technische Ermittlung von Betafaktoren für die Vergangenheit im Hinblick auf die zu verwendenden Marktindizes und Betrachtungsperioden kontrovers diskutiert, selbst wenn die für die Bestimmung verwendeten Rohdaten von Kapitalmarktdienstleistern wie Bloomberg unverändert bleiben. So hat sich in Wissenschaft und Bewertungspraxis bislang keine einheitliche Auffassung dazu entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat sogar die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kapenberg, *Corporate Finance* biz 2011, 176 ff.) Zum anderen verbleibt auch in dem Fall, dass eine hinreichend sichere Ermittlung historischer Betafaktoren möglich ist, die Schwierigkeit, wie der im Rahmen der Unternehmensbewertung maßgebliche zukünftige Betafaktor zu bestimmen ist. Gerade im Fall von Umstrukturierungen stellt sich die Frage, ob sich das künftige Unternehmensrisiko aus den Daten der Vergangenheit hinreichend sicher ableiten lässt.

bb) Die Antragsgegnerin hat sich zur Höhe des Betafaktors, wie auch im Weiteren im Vertragsbereich, auf die Stellungnahmen der Bewertungsgutachterin und der Vertragsprüferin bezogen. Beide sind übereinstimmend zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der Design Hotels AG für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht maßgeblich sein kann.

ermittelt über einen Zeitraum von 5 Jahren auf der Basis monatlicher Renditen einen statistisch signifikanten eigenen Betafaktor von 1,08 verschuldet. Für einen Zeitraum von zwei Jahren vor dem Bewertungsstichtag ließ sich unter Heranziehung wöchentlicher Renditen dagegen kein Betafaktor ermitteln, der aus statistischer Sicht als relevant angesehen werden konnte. Unabhängig von der Frage, inwieweit dem statistischen Bestimmtheitsmaß  $R^2$  eine tatsächliche Aussagekraft beigemessen werden kann, war der ermittelte Wert von 0,17 verschuldet auf jeden Fall unplausibel niedrig. Ein originärer Betafaktor in dieser Höhe wäre für ein wirtschaftendes Unternehmen ökonomisch nicht nachvollziehbar. Das Risiko eines Investments in die Gesellschaft läge dann noch deutlich unterhalb desjenigen von bestandhaltenden Immobilienunternehmen, die ein extrem risikoarmes Geschäftsmodell betreiben, welches mit demjenigen der Design Hotels nicht vergleichbar ist.

Bei der Betrachtung der Entwicklung des originären Aktienkurses der Design Hotels besteht zum einen die Problematik der fehlenden Börsennotierung und zum anderen diejenige der nach Auffassung von Bewertungsgutachterin und Prüferin gegebenen fehlenden Liquidität der Aktie in der Vergangenheit.

Die Bewertungsgutachterin führt zum erstgenannten Aspekt aus, dass ein Handel mit den Aktien der Gesellschaft zwar im Segment m:access der Bayerischen Börse AG stattfände, die gesetzlichen Regeln für den regulierten Markt dort aber nur zum Teil gelten würden. Dies habe wegen der unzureichend vorhandenen Informationen – etwa in Form der fehlenden Veröffentlichung von Quartalszahlen zu einer Abkoppelung der Entwicklung des Kurses der Design Hotels Aktie vom allgemeinen Marktgeschehen geführt.

Darüber hinaus sei auch die Liquidität der Aktie für die Ableitung eines aussagekräftigen Betafaktors nicht ausreichend gewesen. An mehr als der Hälfte der Handelstage habe kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden, an den übrigen Tagen hätten die Umsätze lediglich im Bereich von wenigen tausend Stück gelegen. Entsprechend habe sich ein Bid-Ask-Spread

von durchschnittlich 12 % ergeben.

cc) Zu der Frage, welche Grenzen für die maßgeblichen Parameter bei der Liquiditätsprüfung herangezogen werden sollen hat sich aber bislang ebenso wenig eine überzeugende Mehrheitsansicht gebildet wie zu der Frage, welche Bid-Ask-Spreads als „ungewöhnlich“ zu gelten haben. Die vorliegenden Gutachten zeigen jedenfalls keine Beispiele von Fällen auf, in denen der Aktienkurs der Design Hotels AG auf konkrete Unternehmensentwicklungen nicht reagiert hat. Die Vertragsprüferin hat sich allerdings anhand eigener Analysen, deren Ergebnis in Tz. 256 des Gutachtens dargestellt ist, dem Urteil der Bewertungsgutachterin angeschlossen, dass die Liquidität der Aktie der Gesellschaft in einem Zeitraum von fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag nur als sehr gering anzusehen war und aus diesem Grunde der eigene Betafaktor der Gesellschaft keinen geeigneten Schätzer für die Zukunft darstellt.

dd) Der gerichtliche Sachverständige hat die Schlussfolgerung von Bewertungsgutachterin und Vertragsprüferin, das eigene Beta der Design Hotels nicht für hinreichend aussagekräftig zu halten, anhand eigener Analysen im Ergebnis bestätigt.

Unter Heranziehung statistischer Filterkriterien, die der Sachverständige in Übereinstimmung mit den weiteren Gutachtern im Hinblick auf die anzustellende Zukunftsprognose für nicht relevant hält, kann auch er lediglich für einen Zeitraum von fünf Jahren unter Heranziehung monatlicher Werte einen belastbaren Betafaktor ermitteln, der zwischen 0,94 und 2,01 liegt.

In Übereinstimmung mit und hat der Sachverständige in der Folge die Liquidität der Aktie der Gesellschaft an den einzelnen Handelsplätzen betrachtet. Insoweit hat er in den Tz. 646 des Gutachtens zwar teilweise abweichende Daten ermittelt, gelangt aber auch zu dem Ergebnis, dass das Papier im Zeitraum von fünf Jahren vor dem Bewertungsstichtag durchgehend als nicht liquide anzusehen war. Besonders auffällig war hier die sehr geringe Anzahl an Trades pro Woche sowie die deutlich abnehmende Anzahl an Handelstagen.

ee) Vor diesem Hintergrund war die Kammer mit den Gutachtern der Meinung, dass der originäre Betafaktor der Design Hotels AG im Rahmen der Unternehmensbewertung zum Stichtag 21. Juli 2014 nicht herangezogen werden kann. Daran ändert auch der Umstand nichts, dass die Datensätze für die Kombination fünf Jahre monatlich zu Ergebnissen geführt haben, die aus rein statistischer Sicht nicht sofort verworfen werden können. Dies bedeutet nämlich nicht, dass der so gefundene Wert auch als Schätzer für das zukünftige Marktrisiko der Gesellschaft geeignet ist.

Ist er, wie hier, nur aus einem illiquiden Marktgeschehen ableitbar, scheidet eine Übertragbarkeit auf weitere Zeiträume schon aus tatsächlichen Gründen aus.

ff) Damit war der in Ansatz zu bringende Betafaktor grundsätzlich aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der Design Hotels AG vergleichbaren Unternehmen, einer so genannten Peer Group, zu ermitteln. Zwar liegt der wesentliche Ansatz des CAPM in der Ermittlung des Risikozuschlags anhand von Fundamentaldaten. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Kapitalmarktdaten zwingend aus den eigenen Kursen der Aktie des zu bewertenden Unternehmens abzuleiten sind. Der Rückgriff auf die Daten einer Peer Group bei fehlender Signifikanz des unternehmenseigenen Betafaktors kann vielmehr als gesicherte Praxis angesehen werden (vgl. etwa OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195; Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 3. Aufl., S. 324 f.; Großfeld/Stöver/Tönnies, NZG 2006, 521, 526).

ee) Die sich aus diesem Ansatz in jedem Bewertungsfall ergebende Problematik der Identifizierung von Vergleichsunternehmen und der Übertragbarkeit der für diese feststellbaren Börsendaten auf das Bewertungsobjekt wurde im vorliegenden Fall dadurch verschärft, dass weder [redacted] und [redacted] noch der gerichtlich bestellte Sachverständige in der Lage waren, unmittelbar mit der Gesellschaft und deren Geschäftsmodell vergleichbare Unternehmen aufzufinden, die zudem börsennotiert sind. Letzteres war gerade für die Unternehmen, welche weltweit die beste Vergleichbarkeit mit der Gesellschaft aufweisen, die The Leading Hotels of the World, Ltd und die Small Luxury Hotels of The World Limited, nicht der Fall.

Die Bewertungsgutachterin [redacted] hat vor diesem Hintergrund die einzelnen Tätigkeitsfelder der Gesellschaft analysiert und in die Vergleichsgruppe daraufhin mehrere weltweit oder in den USA tätige Reisevermittlungsunternehmen aufgenommen.

im Hinblick auf die unterschiedlichen Sachverhalte, aus denen die Generierung von Einnahmen für die Gesellschaft folgt, hat sie die Betrachtung von Vergleichsunternehmen in die Bereiche Reisevermittler, Marketing und Hotels aufgespalten. Diese Vorgehensweise, der sich auch die Vertragsprüferin sowie der gerichtliche Sachverständige angeschlossen haben, hat allerdings den systematischen Nachteil, dass das zukünftige Risiko gerade der Design Hotels AG noch weniger trennscharf ermittelt wird, als dies bei der Heranziehung der Betafaktoren von Unternehmen mit ähnlichem Geschäftsmodell der Fall ist. Auf der anderen Seite war für die Kammer eine andere Methode, um innerhalb des Modells des IDW S 1 einen Risikozuschlag zu entwickeln, ab-

seits einer reinen Schätzung nicht ersichtlich.

gg) Vor diesem Hintergrund war der gerichtliche Sachverständige zwar in der Lage, in der Kategorie der „Reisevermittler“ weitere beziehungsweise andere Unternehmen zu identifizieren als obwohl diese nach seinen Analysen lediglich der weiter „entfernten“ Vergleichsgruppe IV zugeordnet werden können. Zum einen ist aber weiterhin teilweise die Marktbreite der gefundenen Unternehmen nicht mit der Design Hotels vergleichbar (Expedia, Inc.). Zum anderen umfasst das Geschäftsfeld zwar „Reisen“ im weitesten Sinne, allerdings hat das Tätigkeitsfeld der HomeAway, Inc. als Plattform für die Vermietung von Ferienwohnungen und -häusern mit demjenigen der Gesellschaft nicht viel gemein. Auch die geografische Ausrichtung spielt eine (negative) Rolle, da etwa das Unternehmen Ctrip ausschließlich in China tätig ist.

Eher noch weniger vergleichbar mit der Design Hotels sind die in der Gruppe „Marketing“ versammelten Unternehmen, auch wenn die Gesellschaft für die ihr angeschlossenen Hotels auch Marketingdienstleistungen erbringt. Entsprechend führt auch der gerichtliche Sachverständige in seiner Einleitung zur Thematik der Peer Group aus, dass die Unternehmen der Branche „Advertising“ einen anderen Spezialisierungs- beziehungsweise Diversifikationsgrad als die Design Hotels aufweisen.

Anders als Bewertungsgutachterin und Vertragsprüferin hat der Sachverständige auch Hotelketten in die (dritte) Gruppe von Vergleichsunternehmen aufgenommen, da diese nach seinen Ausführungen häufig keine eigenen Immobilien mehr im Bestand aufwiesen und eher als Franchiseunternehmen tätig seien. Eine solche Tätigkeit ist seiner Meinung nach von der Art der dem Franchisenehmer gegenüber erbrachten Dienstleistungen mit derjenigen der Design Hotels vergleichbar. Aus diesem Grunde greife das von der Bewertungsgutachterin angeführte Ausschlusskriterium für die Einbeziehung derartiger Unternehmen in die Peer Group, nämlich der Umstand, dass Design Hotels nicht an den Endkundenumsätzen vor Ort partizipiere, nicht durch.

hh) Der gerichtliche Sachverständige hat für alle von ihm in die erweiterte Peer Group aufgenommenen Unternehmen in mehreren Datenreihen raw-Betas ermittelt, und zwar für Zeiträume von zwei und fünf Jahren bei wöchentlichem Betrachtungsintervall, fünf Jahre bei monatlichem Betrachtungsintervall sowie einer Regression gegen den MSCI All Country World Index und gegen jeweilige lokale Indizes. Er ist insoweit auch zu dem Ergebnis gelangt, dass die Aktien aller von ihm in die Peer Group aufgenommenen Unternehmen für die untersuchten Betrachtungszeiträume durchgängig als ausreichend liquide anzusehen waren.



Im Anschluss hat er für die beteiligten Unternehmen die am Markt festzustellenden verschuldeten Betafaktoren in unverschuldete Betas umgerechnet und hier alternativ die Annahmen getroffen, dass die Liquidität der Peer Group Unternehmen entweder zu 50 % oder zu 100 % als nicht betriebsnotwendig zu qualifizieren ist. Im zuletzt genannten Fall der Möglichkeit einer vollständigen Verrechnung der vorhandenen Mittel mit dem „Total Debt“ ergaben sich geringere Verschuldungsgrade und entsprechend höhere unverschuldete Betafaktoren. Wegen der vom Sachverständigen ermittelten Daten wird im Einzelnen auf die Tz. 719 ff. des Hauptgutachtens verwiesen.

ii) Im Ergebnis seiner Untersuchungen sieht der Sachverständige den Ansatz eines höheren unverschuldeten Betafaktors als im Bewertungsgutachten angenommen als „plausibel“ an, nämlich einen solchen in Höhe von 1,20 unter der Voraussetzung, dass der gesamte Bestand der Peer Group Unternehmen an flüssigen Mitteln (Excess Cash) als nicht betriebsnotwendig angesehen wird.

In diesem Zusammenhang weist er darauf hin, dass eine zwingende Verbindung zwischen der Ableitung der unverschuldeten Betafaktoren der Peer Group Unternehmen und der Annahme zur Höhe der nicht betriebsnotwendigen Liquidität der Design Hotels besteht. Soweit man seiner Prämisse beim oben genannten Ansatz eines unverschuldeten Betas von 1,20 folgt, erübrigt sich damit eine gesonderte Betrachtung der Höhe der im Bewertungszeitpunkt betriebsnotwendigen Liquidität der Design Hotels, da diese bei der Berechnung des Betafaktors quasi vollständig „verbraucht“ würde.

jj) Der Sachverständige hat in Tz. 49 ff. seines Ergänzungsgutachtens zur Frage der Kammer, ob es sich bei dieser Annahme – lediglich – um eine „Konvention“ handelt, um die Konsistenz des Bewertungsmodells zu erhalten, nähere Ausführungen gemacht. Dabei betont er, den Liquiditätsbedarf des Unternehmens, auch in Gesprächen mit der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin, analysiert zu haben. Dabei habe sich herausgestellt, dass die Zahlungsverpflichtungen der Gesellschaft nahezu vollständig aus dem laufenden operativen Geschäftsbetrieb gedeckt werden können und deren Geschäftsmodell grundsätzlich keine Reserven in Form freier Liquidität benötigt. Daher rechtfertige es sich jedenfalls für die Gesellschaft, bei der Ermittlung des Betafaktors den Net-Debt Ansatz zu verwenden. Hinsichtlich der Unternehmen der Peer Group handle es sich tatsächlich um eine bewertungstechnische Annahme, da die Analysemöglichkeiten beschränkt seien und damit nur sehr eingeschränkt eine Beurteilung möglich sei, ob die vorhandene Liquidität ausgeschüttet werden könne.

kk) Infolge der zusätzlichen Erläuterungen durch den Sachverständigen hielt die Kammer dessen Ermittlungen zum Betafaktor insgesamt für plausibel, so dass sie der Bewertung der Design Hotels zugrunde zu legen waren. Demgegenüber ließen die Erwägungen der Bewertungsgutachterin und der Vertragsprüferin zu viele Fragen offen, insbesondere im Hinblick auf die sehr eingeschränkte Auswahl an Peer Group Unternehmen und deren Vergleichbarkeit mit der Design Hotels AG.

#### **d) Wachstumsabschlag**

Neben der Erhöhung durch einen Risikozuschlag ist vom Kapitalisierungszinssatz in der Regel für die der Detailplanungsphase folgende Phase II, die so genannte ewige Rente, ein Wachstumsabschlag abzusetzen.

aa) Der Wachstumsabschlag soll dem Umstand Rechnung tragen, dass die Geldentwertung in einem Unternehmen nicht in demselben Umfang eintritt wie bei der Kapitalanlage in festverzinslichen Wertpapieren, bei denen der Zins eine Geldentwertungsprämie enthält (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595).

Aus diesem Grunde ist in der Phase der ewigen Rente ein Korrektiv einzuführen, da der zu kapitalisierende Ertrag als konstant bleibender finanzieller Überschuss angesetzt wird. Ein Unternehmen besitzt jedoch grundsätzlich die Möglichkeit, einen inflationsbedingten Anstieg seiner Beschaffungskosten ganz oder teilweise an seine Abnehmer weiterzugeben (vgl. OLG Düsseldorf, NZG 2003, 588, 595). Zwar sind auch in der Phase der ewigen Rente sowohl mengenmäßige Steigerungen als auch Rückgänge denkbar, wobei im Allgemeinen jedoch angenommen wird, dass es zu einem Gewinnwachstum kommt, welches durch einen Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz abgebildet wird (vgl. auch Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 134 Anh. § 11 SpruchG). Nur wenn nach den Besonderheiten des Einzelfalles abzusehen ist, dass der Unternehmer in gleichem Umfang wie der Geldtitelbesitzer durch die Inflation beeinträchtigt wird, muss der Abschlag entfallen.

Das künftige Wachstum ergibt sich grundsätzlich aus den Thesaurierungen und deren Wiederanlage, sowie organisch aus Preis-, Mengen- und Struktureffekten. In den Planjahren sind diese Wachstumspotentiale einschließlich des inflationsbedingten Wachstums in der Unternehmensplanung und somit in den finanziellen Überschüssen als nominale Größen abgebildet. Ein Wachs-

tumsabschlag ist insofern nicht erforderlich. Im Rahmen der ewigen Rente scheidet eine Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums hingegen aus, da die thesaurierten Überschüsse den Anteilseigner fiktiv unmittelbar zugerechnet werden. Als Wachstumspotential verbleibt damit nur die branchenübliche Preissteigerung (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 2. September 2019, 31 Wx 358/16, BeckRS 2019, 22733).

bb) Der Wachstumsabschlag ist zu schätzen (vgl. Riegger/Gayk, KölnKomm zum AktG, 3. Aufl., Rz. 45 Anh. § 11 SpruchG). In der gerichtlichen Praxis sind für die Vergangenheit Wachstumsabschläge zwischen 1% und 3% zu beobachten (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 46 Anh. § 11 SpruchG; durch den BGH wurde 1% nicht beanstandet, NJW 2003, 3272, 3273; das OLG Düsseldorf NZG 2003, 588, 595 hat bei höherer Inflationsrate im Jahr 1992 einen Abschlag von 2% angenommen).

cc) Obwohl der Thematik des Wachstumsabschlages vor allem in dem hier vorliegenden Bewertungsgutachten von \_\_\_\_\_ und auch im Prüfgutachten der Vertragsprüferin \_\_\_\_\_ nur eine untergeordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie den Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Prüferin haben sich auf die isolierte Betrachtung des inflationsgetriebenen Wachstums der Design Hotels beschränkt und dabei relativ allgemein gehaltene Erwägungen angestellt, um die im Bewertungsgutachten in Ansatz gebrachte Wachstumsrate von 1% zu begründen. Da die Gesellschaft künftig einem starken Wettbewerb von Konkurrenzunternehmen ausgesetzt sei, werde sie Effekte der allgemeinen Preissteigerung nur zum Teil an die Kunden weitergeben können. Gutachterin und Prüferin geben an, dieses Ergebnis weiter plausibilisiert zu haben, teilen aber nicht mit, welche Überlegungen sie konkret angestellt haben und welche Datenbasis dem zugrunde gelegen hat. Damit konnte die festgestellte Wachstumsrate von 1% zunächst nicht als plausibel angesehen werden.

dd) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlags maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cashflows in der Phase der ewigen Rente wachsen werden, auf die Inflationsrate abgestellt werden kann und diese die Untergrenze für den anzusetzenden Wachstumsabschlag bildet. Diese Frage wird in der Literatur und Wirtschaftswissenschaft kontrovers diskutiert, ohne dass bislang ei-

ne einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrates gleichzusetzen (so auch schon Piltz, a.a.O., S. 179).

Ein ausschließlicher Rückgriff auf die erwartete Inflationsrate greift schon aus dem Grund zu kurz, dass vom Grundsatz her - unabhängig von dessen absoluter Höhe - bereits im Basiszinsatz eine Inflationskomponente enthalten ist, so dass bei einem Wachstumsabschlag unterhalb der Inflationsgrenze nicht ohne Weiteres von einem realen Schrumpfen des Unternehmens ausgegangen werden müsste. Gegen die (alleinige) Maßgeblichkeit der Inflationsrate für die Höhe des Wachstumsabschlags spricht daneben auch der Umstand, dass die Inflationsrate aus dem Preisanstieg eines Warenkorbs für Verbraucher ermittelt wird, dessen Zusammensetzung sich mehr oder weniger stark von den Ressourcen unterscheidet, die ein arbeitendes Unternehmen benötigt. Dessen Kosten können entweder weniger stark, gleich stark oder schwächer als die Inflationsrate wachsen. So hat die Kostenstruktur der Design Hotels AG als im Wesentlichen auf die Erbringung von Dienstleistungen orientiertem Unternehmen auf der Beschaffungsseite nur wenig mit einem Verbraucher gemein. Mögliche Kostensteigerungen ergeben sich nicht aus der verbrauchertypischen Beschaffung eines Buketts aus Waren und Dienstleistungen, sondern hauptsächlich durch steigende Investitionen in die eingesetzte Technik, Werbemaßnahmen sowie Personalaufwendungen. Daher weicht die maßgebliche „Warenkorbzusammensetzung“ deutlich von der Ermittlung der allgemeinen Inflationsrate ab.

ee) Darüber hinaus ist der Kammer keine wirtschaftliche Gesetzmäßigkeit bekannt, die besagt, dass das Wachstum von Unternehmen – gleich welcher Branche – stets die Inflationsrate übersteigt. Eine entsprechende Überlegung wird auch (noch) nicht durch empirische Untersuchungen belegt. Zwar sprechen die Ergebnisse einiger Studien für die Annahme eines durchschnittlichen Gewinnwachstums oberhalb der Inflationsrate (vgl. etwa Creutzmann, *BewertungsPraktiker* 2011, 24, 26; Knoll/Lobe/Thomas, *BewertungsPraktiker*, 2009, 12). Allerdings sind diese Studien teilweise aufgrund des kurzen Erhebungszeitraumes wenig aussagekräftig (vgl. auch OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011 - 20 W 14/08 Tz. 279 f. zitiert nach juris).

Zudem treffen die fraglichen Studien ohnehin nur eine Aussage zu dem Durchschnitt aller Unternehmen und können daher lediglich einen ersten Anhaltspunkt liefern. Bei der Festlegung der Wachstumsrate im Rahmen der konkreten Unternehmensbewertung wird stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft aber kaum anzutreffen sein. Entsprechend sind die empirisch beobachtbaren Wachstumsraten nur bedingt vergleichbar mit den im Rahmen der Un-

ternehmensbewertung anzusetzenden Raten (vgl. hierzu auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564 m.w.N.).

ff) Der Standard IDW S1 2008 verweist in Tz. 96 zu Recht darauf, dass die erwartete Geldentwertungsrate nur ein erster Anhaltspunkt für die Schätzung des künftigen nominalen Wachstums der finanziellen Überschüsse sein kann, da auf die Situation im konkreten Bewertungsfall abzustellen ist. Damit kommt es maßgeblich auf eine Analyse der einzel- und gesamtwirtschaftlichen Entwicklung des zu bewertenden Unternehmens an (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 136 Anh. § 11 SpruchG). Dabei ist die Frage zu beantworten, in welchem Umfang das konkrete Unternehmen die Fähigkeit besitzt, die laufende Geldentwertung aufzufangen, indem es die durch die Inflation gestiegenen Kosten mittels Preiserhöhungen auf seine Abnehmer überwälzen kann (vgl. etwa OLG Frankfurt, Beschluss vom 30. August 2012, 21 W 14/11, BeckRS 2012, 20564).

Darüber hinaus ist zu sehen, dass auch ein unterhalb der allgemeinen Inflationsrate liegender Wachstumsabschlag durchaus nachhaltiges (positives) Wachstum darstellt. So drückt ein Wachstumsabschlag von lediglich 1,0 % aus, dass das Unternehmen nachhaltig Kostensteigerungen im unternehmensspezifischen Bereich durch Preiserhöhungen auf die Kunden überwälzen oder sonst kompensieren und darüber hinaus ein Gewinnwachstum von 1,0 % erreichen kann, sich aber der allgemeinen Geldentwertung nicht entziehen kann, weil ihr Gewinnwachstum hinter der allgemeinen Inflationsrate zurückbleibt (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, Tz. 274 nach beck-online; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Juli 2014, 20 W 3/12, Tz. 136 nach beck-online).

ii) Der Sachverständige hat dieses übereinstimmende Ergebnis von Gutachterin und Prüferin unter Berücksichtigung der Einwendungen der Antragstellerseite analysiert und für vertretbar gehalten.

Der gerichtliche Sachverständige hat zunächst ausgewählte volkswirtschaftliche und branchenspezifische Daten analysiert und auf eine bereits ältere Studie von Widmann/Schieszl/Jeromin aus dem Jahr 2003 verwiesen, nach der westdeutsche Industrieunternehmen ein durchschnittliches Gewinnwachstum realisieren konnten, welches lediglich bei 45 bis 50 % der durchschnittlichen Preissteigerungsrate lag. Dieses Ergebnis entspräche der Auffassung vieler Bewerter, dass die im Rahmen des Kapitalisierungszinssatzes in Ansatz zu bringende Wachstumsrate unterhalb der allgemeinen Geldentwertungsrate liege.

Zutreffend weist der Sachverständige weiter darauf hin, dass der Wachstumsabschlag für den hier vorliegenden Fall der Thesaurierung von Mitteln in der ewigen Rente nur einen Teil des Wachstums abbildet, nämlich ausschließlich denjenigen Teil, der rein inflationsgetrieben ist. Im Übrigen ermittelt er für den Bereich der Beherbergungs- und Gaststättendienstleistungen einen Verbraucherpreisindex, der zwischen 1,60% und 1,70% liegt. Vor diesem Hintergrund sieht er die Annahme eines Wachstumsabschlags von 1,00 % als plausibel und „naheliegend“ an.

jj) Die Kammer schließt sich dieser Wertung trotz ihrer anfänglichen Bedenken, ob sich dieser Wert angesichts des in der Vergangenheit eher wachstumsgetriebenen Geschäftsmodells der Gesellschaft nicht als zu negativ darstellt, an.

Jedenfalls waren anhand der vom Sachverständigen durchgeführten Betrachtungen keine konkreten Anhaltspunkte dafür erkennbar, dass sich nach dem Abschluss der Konvergenzphase ab 2024 eine dauerhaft positivere Entwicklung der Design Hotels AG ergeben könnte. Letzteres haben auch die Antragsteller, welche die Wachstumsrate von 1,0 % als zu niedrig kritisieren, nicht nachvollziehbar begründen können. Insoweit war auch zu berücksichtigen, dass die EZB als anzustrebende Inflationsrate für den Euro-Raum zwar eine Zielgröße von 2,0 % vorgibt, dieser Wert in der Bundesrepublik in der jüngeren Vergangenheit aber regelmäßig unterschritten wurde. Eine rein inflationsgetriebene Wachstumsrate kann daher nach Ansicht der Kammer diese Zielgröße jedenfalls regelmäßig nicht übersteigen.

kk) Schließlich ist, worauf der Sachverständige zutreffend hingewiesen hat, im Rahmen des Bewertungskalküls zu berücksichtigen, dass sich nicht unerhebliche Wachstumseffekte durch die für den Zeitraum der ewigen Rente angenommene Teilthesaurierung der Gewinne ergeben. Eine zusätzliche Einbeziehung dieser Wachstumskomponente in den Wachstumsabschlag kann nicht in Betracht kommen, da dies systematisch zu einer doppelten Berücksichtigung führen würde. Die gegenteilige Annahme verkennt zunächst, dass in der Phase der ewigen Rente die thesaurierten und den Anteilseigner fiktiv zugerechneten Beträge einen wesentlichen Teil des operativen Wachstums darstellen und dementsprechend bereits abgebildet sind. Nach der vom Sachverständigen in Tz. 880 des (Haupt-) Gutachtens durchgeführten Berechnung ergibt sich unter Berücksichtigung beider Wachstumskomponenten ein Gesamtwachstum von 5,26%. Damit steht die Annahme eines Wachstumsabschlags von 1,0 % zum einen nicht im Widerspruch zu Studien, die im anders als die oben zitierte Studie von Widmann/Schieszl/Jeromin deutlich höhere Wachstumsraten von Unternehmen feststellen. Zum anderen übersteigt die Gesamtwachstumsrate die erwartete Inflation und führt damit, unabhängig von der Frage der konkreten Preis-

steigerungsrate für die von der Gesellschaft bezogenen Leistungen, nicht zu einem dauerhaften „Schrumpfen“ des Unternehmens.

#### **e) Ewige Rente**

Die Annahmen der Bewertungsgutachterin für die so genannte ewige Rente beziehungsweise das nachhaltige Ergebnis ab dem Jahr 2019 erwiesen sich als nicht hinreichend plausibel und bedurften daher, wie im Gutachten des gerichtlichen Sachverständigen geschehen, einer Korrektur.

aa) Für die Bewertung der ewigen Rente ist ein eingeschwungener Zustand (auch Beharrungszustand oder Gleichgewichtszustand) der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Unternehmens anzunehmen, in welchem sich die zu kapitalisierenden Ergebnisse nicht mehr wesentlich bzw. nur mit einer konstanten Rate fortentwickeln, welcher mit einem Wachstumsabschlag im Kapitalisierungszins Rechnung getragen wird (vgl. etwa OLG München, Beschluss vom 26. Juni 2018, 31 Wx 382/15).

bb) Für die Ableitung der Höhe des nachhaltig zu erzielenden Ertrages für die Rentenphase hat im Wesentlichen das Ergebnis des letzten Planjahres als Ausgangspunkte übernommen und sowohl die Posten der Gewinn- und Verlustrechnung mit einer Wachstumsrate von 1 % fortgeschrieben als auch die für das letzte Planjahr prognostizierte EBITDA-Marge von 13,7% als nachhaltig angenommen. Die Abschreibungen des Jahres 2018 wurden durch eine langfristige Investitionsrate in gleicher Höhe ersetzt, was der allgemein üblichen Vorgehensweise entspricht.

cc) Zwar werden die finanziellen Überschüsse für die fernere, zweite Phase grundsätzlich aus den für die Detailplanungsphase angesetzten Werten unter Berücksichtigung von langfristigen Trendentwicklungen bestimmt (vgl. Simon/Leverkus in Simon, SpruchG, Rz. 71 Anh § 11 SpruchG). Daneben ist im Einzelfall aber auch die Frage zu berücksichtigen, ob die künftig noch zu erwartende Veränderung der jährlichen Überschüsse durch einen konstanten Wachstumsfaktor angemessen dargestellt werden kann.

Lässt sich diese Frage nicht uneingeschränkt positiv beantworten, wird die tatsächlich dauerhaft erzielbare Profitabilität des Unternehmens durch die bloße Fortschreibung der prognostizierten Ergebnisse des letzten Planjahrs nicht ausreichend abgebildet. Aus diesem Grunde kann die Art und Weise der Modellierung der Rentenphase nicht schematisch erfolgen, sondern sie muss

die Eigenheiten des zu bewertenden Unternehmens, dessen Umfeld sowie die Besonderheiten der Branche berücksichtigen. Daher führte der Hinweis der Bewertungsgutachterin, dass für die dauerhaft erzielbaren Überschüsse in der Rentenphase auch der Durchschnitt aus dem Detailplanungszeitraum angesetzt werden kann, nicht weiter.

dd) Der gerichtliche Sachverständige hat bei den von ihm angestellten Überlegungen zunächst die Feststellung getroffen, dass die von der Bewertungsgutachterin als dauerhaft zu erzielend angenommene EBITDA-Marge von 13,7 % als plausibel angesehen werden kann, da nach seinen Analysen keine Anhaltspunkte dafür ersichtlich seien, dass – ausgehend von der Planung der Gesellschaft - eine Anpassung auf einen höheren oder niedrigeren Wert angezeigt ist.

ee) Im Hinblick auf das Wachstum der Umsatzerlöse hält er jedoch – mit der Kammer – die von getroffene Annahme, dass dieses bereits am Ende des Detailplanungszeitraums abrupt auf einen Wert von 1,0 % einbricht, für nicht nachvollziehbar.

Er hat daher die Einfügung einer Konvergenzphase in das Bewertungsmodell als erforderlich angesehen und zu diesem Zweck Szenarioberechnungen mit einer Kombination der Länge dieser Phase zwischen einem und zehn Jahren jeweils mit Wachstumsraten zwischen 0% und 8% durchgeführt. Bei einer Gesamtschau der von ihm analysierten Wachstumsaussichten der Gesellschaft mit den sich aus dieser Matrix ergebenden Werteffekten vertritt der Sachverständige die Auffassung, dass eine Konvergenzphase von fünf Jahren zusammen mit einer Wachstumsrate in diesem Zeitraum von vier Prozent jährlich am plausibelsten erscheint, um das weitere organische Wachstum der Unternehmenserlöse ab dem Jahr 2019 abzubilden.

Aufgrund dieser Annahme verschiebt sich der Beginn der Rentenphase im Berechnungsmodell des Sachverständigen vom Jahr 2019 auf das Jahr 2024. Dies erscheint, wie oben bereits erwähnt, angemessen, da aufgrund des kontinuierlichen Wachstums der Umsatzerlöse in der Vergangenheit nicht ersichtlich war, dass tatsächlich bereits im Jahr 2019 ein eingeschwungener Zustand erreicht sein sollte. Die entsprechenden Überlegungen können nicht durch die Konvention ersetzt werden, dass bei einer Vielzahl von Bewertungen nach dem Standard IDW S1 die Detailplanungsphase regelmäßig (nur) zwischen drei und fünf Jahren lang ist.

#### **f) Ergebnis Kapitalisierungszinssatz**



## Design Hotels

in T €	Phase I										Phase II
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Basiszinssatz nach persönlichen Steuern	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%	1,75%
Relevered Beta	1,20	1,21	1,20	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,19	1,20
Marktrisikoprämie nach persönlichen Steuer	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%	4,50%
Verschuldete EK nach pers. Steuern	7,15%	7,19%	7,18%	7,12%	7,09%	7,11%	7,11%	7,12%	7,13%	7,13%	7,14%
Wachstumsabschlag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kapitalisierungszinssatz	7,15%	7,19%	7,18%	7,12%	7,09%	7,11%	7,11%	7,12%	7,13%	7,13%	6,14%

## 6. Ausschüttungsprognose

Der Bewertungsstandard IDW S1 gibt in seinen Fassungen seit 2005 vor, dass für den Detailplanungszeitraum von der Ausschüttung derjenigen finanziellen Überschüsse auszugehen ist, die nach Berücksichtigung des zum Bewertungsstichtag dokumentierten Unternehmenskonzepts sowie unter Beachtung gegebenenfalls einschlägiger rechtlicher Restriktionen zur Verfügung stehen. Diese Annahme ist nach Auffassung der Kammer grundsätzlich sachgerecht, da ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, soweit sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

a) Nach den Vorgaben des vorliegend einschlägigen Standards IDW S 2008 ist auch hier regelmäßig nach den einzelnen Planungsphasen zu unterscheiden. Insbesondere in der Detailplanungsphase sind Annahmen zur Höhe der Ausschüttungen zu treffen. Hierbei ist vorrangig die eigene Planung der Gesellschaft heranzuziehen, welche – wie auch im Hinblick auf sonstige Planannahmen – lediglich dann zu verwerfen ist, wenn sie offensichtlich unplausibel ist.

b) Im Fall der Design Hotels AG existierte zum Bewertungsstichtag offensichtlich keine eigene Ausschüttungsplanung der Gesellschaft. Die Bewertungsgutachterin hat im Rahmen der Ertragswertkalkulation aus diesem Grunde eigene Annahmen getroffen, welche sie aus der Phase der ewigen Rente abgeleitet hat. Diese sieht in den Planjahren 2014 bis 2017 eine Ausschüttung in Höhe von 45 % des Jahresüberschusses vor, während die restlichen 55 % thesauriert und den Anteilseignern unmittelbar als Wertbeitrag aus Wertsteigerungen zugerechnet werden. Eine nähere Erläuterung der ihren Ausschüttungsprämissen zu Grunde liegenden Annahmen hat die Be-

wertungsgutachterin mit Ausnahme der oben erwähnten Feststellung, dass diese Quote mit derjenigen für die Rentenphase identisch ist, nicht zur Verfügung gestellt.

c) Nach Auffassung der Kammer war die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin letztlich nicht zu beanstanden. Sie wirkte sich vor allem nicht zu Lasten der Minderheitsaktionäre aus. Zwar ist im Rahmen der Unternehmensbewertung bei Fehlen planerischer Vorgaben durch die zuständigen Organe der Gesellschaft eine realistische Verwendung der prognostizierten Erlöse abzubilden. In diesem Zusammenhang sind auf der einen Seite vor allem betriebswirtschaftliche Aspekte zu berücksichtigen, auf der anderen Seite aber auch steuerliche Auswirkungen.

Aus der steuerlichen Perspektive der Anteilseigner erweist sich regelmäßig eine Vollthesaurierung beziehungsweise eine höchstmögliche Thesaurierungsquote als am vorteilhaftesten. Betriebswirtschaftlich wäre ein solches Vorgehen aber nicht sinnvoll. Jeglicher Verbleib von Gewinnen im Unternehmen setzt entweder eine konkrete zukünftige Verwendungsabsicht oder aber jedenfalls eine ökonomisch sinnvolle Verwendungsmöglichkeit voraus. Aus den Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen zur Frage der Höhe der überschüssigen Liquidität ergibt sich für die Design Hotels AG nur ein sehr begrenzter Thesaurierungsbedarf, da Einnahmen und Ausgaben aus dem laufenden Geschäftsbetrieb sich in etwa die Waage halten. Darüber hinaus bestehende Verwendungsmöglichkeiten, insbesondere für den Zweck der Rückführung von Fremdkapital, waren wegen der Eigenfinanzierung der Gesellschaft nicht ersichtlich. Daher wäre die Thesaurierung von Erträgen im Ergebnis nicht sinnvoll, so dass die Annahme, diese würden bis zur Grenze bestehender steuerrechtlicher Ausschüttungssperren an die Aktionäre ausgekehrt, zutreffend erscheint.

Damit hätte für die Detailplanungsphase auch eine Vollausschüttung der Unternehmensgewinne unterstellt werden können, was zu einer höheren Steuerlast geführt hätte als die von gewählte Ausschüttungsvariante. Zwar kann bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept auch eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern unterstellt werden, welche durch eine fiktive unmittelbare Zurechnung thesaurierter Beträge an die Anteilseigner abgebildet werden kann (vgl. Simon/Leverkus, a.a.O., Anh. § 11 Rz. 93). Zwingend im Sinne eines in jedem Bewertungsfall eingreifenden Automatismus ist diese Annahme jedoch nicht.

Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unter-

nehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind.

d) Die Ausschüttungsquote von 45 %, welche die Sachverständige nach der Konvergenzphase ab dem Jahr 2019 in Ansatz gebracht hat, wurde nicht, wie dies zum Teil geschieht, aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote der zur Bestimmung des Betafaktors gebildeten Peer Group abgeleitet, sondern offensichtlich mit der durchschnittlichen Ausschüttungsquote von inländischen im DAX und MDAX notierten Unternehmen begründet.

Im Ergebnis war daher Annahme der Bewertungsgutachterin nicht zu beanstanden, zumal sie sich im Korridor von 40 % bis 60 % bewegt, der in Bewertungsfällen nach IDW S1 regelmäßig als typisiertes Ausschüttungsverhalten börsennotierter Aktiengesellschaften unterstellt wird. Zudem hätte aus dem Verhalten der Peer Group kein hinreichend konsistentes Abbild der Ausschüttungs- und Thesaurierungsquoten in derselben Branche beziehungsweise verwandten Branchen abgeleitet werden, da deren Zusammensetzung äußerst inhomogen war und eine Betrachtung des Ausschüttungsverhaltens der einbezogenen Unternehmen daher nach Auffassung der Kammer zu keinem wesentlichen Erkenntnisgewinn geführt hätte.

## **7. Nicht betriebsnotwendiges Vermögen**

Das Ertragswertverfahren ermittelt den Barwert des betriebsnotwendigen Vermögens. Verfügt das zu betrachtende Unternehmen daneben über nicht betriebsnotwendiges, neutrales Vermögen, hat eine gesonderte Bewertung dieser Vermögensteile zu erfolgen. Der ermittelte Wert ist dann für die Bestimmung des Unternehmenswerts dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens hinzuzurechnen (vgl. etwa Riegger, a.a.O., Rz. 42 Anh. § 11 SpruchG).

a) Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Bericht festgestellt, dass die Gesellschaft zum Bewertungsstichtag über einen Bestand an flüssigen Mitteln verfügt hat, der auch nach Auffassung des Vorstands nicht zur Erfüllung betrieblicher Aufgaben erforderlich war. Von diesen Mitteln hat sie dann einen Teilbetrag in Höhe von 2 Mio. EUR als zur freien Ausschüttung zur Verfügung stehenden Sonderwert identifiziert, es aber unterlassen mitzuteilen, auf welchen Erwägungen diese Festlegung beruht hat, da weitere 2,407 Mio. EUR an Liquidität vorhanden waren.

b) Es fehlt an nachvollziehbaren Ausführungen der Gesellschaft oder der Antragsgegnerin, vor



b) In diesem Zusammenhang ergeben sich zum einen dieselben Schwierigkeiten wie bei der Zusammenstellung einer „passenden“ Peer Group, da die einbezogenen Unternehmen mit der zu untersuchenden Gesellschaft in möglichst vielen wirtschaftlich relevanten Parametern vergleichbar sein müssen, um zu auch nur annähernd validen Ergebnissen zu gelangen. Zum anderen beruhen die von [ ] für die EBIT- und EBITDA Multiplikatoren der Peer Group Unternehmen herangezogenen Daten für die Geschäftsjahre 2014 bis 2016 wiederum auf Schätzungen des Finanzinformationsdienstleisters Bloomberg.

Der gerichtliche Sachverständige hat demgegenüber auf die Forward-Multiplikatoren des Dienstleisters Capital IQ zurückgegriffen, denen gleichfalls „Konsensus-Schätzungen von Analysten“ zugrunde liegen. Er hat – auch bedingt durch die von ihm gewählte größere Peer Group – eine breitere Datenbasis aufgespannt, da er die EBIT- und EBITDA Multiplikatoren für jede einzelne Untergruppe der Peer Group gesondert dargestellt hat. Insgesamt zeigte sich bei den Betrachtungen des Sachverständigen, dass die Multiplikatoren in den einzelnen Bereichen unterschiedlich hoch ausfallen und im der Vergleichsgruppe „Hotels“ am höchsten ausfallen. Über sämtliche Unternehmen hinweg nehmen diese im Zeitablauf tendenziell ab, wobei sie – gerade im Bereich der Hotellerie – zum Teil deutlich höher liegen als die für die Design Hotels als dauerhaft erzielbar angesehenen finanziellen Indikatoren.

c) Damit kann dem Ergebnis des Sachverständigen, dass der Multiplikatorvergleich eine realistische Einschätzung der Ertragsaussichten der Design Hotels AG nahelegt, eine nur sehr begrenzte eigenständige Aussagekraft beigemessen werden. Dies zeigt bereits die erhebliche Bandbreite der ermittelten Multiplikatoren, die erneut die Problematik der Herstellung einer Vergleichbarkeit zwischen der Gesellschaft und den in den Peer Groups der Bewertungsgutachterin und des gerichtlichen Sachverständigen zusammengefassten Unternehmen zeigt.

d) Zwar befindet sich der für die Design Hotels AG nach der Ertragswertmethode ermittelte Unternehmenswert im unteren Bereich von Mittelwert beziehungsweise Median der sich nach den Multiplikatorrechnungen ergebenden Wertspanne. Allerdings lässt sich aufgrund der zum Teil deutlich vom Geschäftsmodell der Gesellschaft abweichenden Tätigkeitsfelder der Unternehmen aus der Peer Group nicht die Feststellung treffen, dass dieser unplausibel niedrig erscheint. Daher drängt sich jedenfalls nicht die Vermutung auf, dass die Bestimmung des Ertragswerts fehlerhaft erfolgt wäre.

## 9. Börsenkurs

Die Betrachtung des Börsenkurses der Design Hotels beziehungsweise der Methoden zu dessen Ermittlung konnten nicht zu einer Barabfindung oberhalb des von der Antragsgegnerin angebotenen Betrages führen. Der Börsenkurs lag deutlich unterhalb des nach der Ertragswertmethode bestimmten Abfindungsbetrages und konnte daher in seiner Funktion als Wertuntergrenze außer Betracht bleiben.

a) Der Hauptaktionär legt die Höhe der an die Minderheitsaktionäre im Rahmen des § 305 Abs. 1 AktG zu zahlenden Barabfindung selbst fest, wobei er die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss. Die Barabfindung muss eine volle wirtschaftliche Kompensation der Minderheitsaktionäre ermöglichen, was sich zwingend bereits aus der Eigentumsgarantie des Art. 14 GG ergibt. Die von Art. 14 GG geforderte volle Entschädigung des Minderheitsaktionärs darf nicht unter dem Verkehrswert liegen. Der Verkehrswert bei börsennotierten Unternehmen kann wiederum nicht ohne Rücksicht auf den Börsenkurs festgesetzt werden.

b) Insbesondere Kleinaktionäre betrachten die Aktie vorwiegend als Kapitalanlage, da sie auf die Unternehmenspolitik keinen relevanten Einfluss nehmen können. Die durch die Aktie vermittelte Sphäre finanzieller Freiheit fußt besonders auf ihrer ausgeprägten Verkehrsfähigkeit. Sie bindet das Kapital nicht auf längere Sicht, sondern lässt sich fast ständig wieder veräußern. Gerade hierin liegt die besondere Attraktivität der Aktie aus der Sicht des Kleinaktionärs. Aus diesem Grund kann bei der Wertbestimmung des Eigentumsobjekts „Aktie“ deren Verkehrsfähigkeit nicht außer Betracht bleiben. Die Abfindung muss so bemessen sein, dass die Minderheitsaktionäre jedenfalls nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Desinvestitionsentscheidung zum Zeitpunkt des erzwungenen Ausscheidens aus der Gesellschaft erlangt hätten. Aus diesem Grund darf ein existierender Börsenkurs bei der Ermittlung des Wertes der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben. Die Aktie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen orientieren. Der Vermögensverlust, den Minderheitsaktionäre durch den Verkauf ihrer Aktien an die Hauptaktionärin erleiden, stellt sich für sie als Verlust des Verkehrswertes der Aktie dar. Es steht daher mit Art. 14 GG grundsätzlich nicht in Einklang, im aktienrechtlichen Spruchverfahren eine Barabfindung festzusetzen, die niedriger ist als der Börsenkurs.

c) Nach der Rechtsprechung des BGH ist der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu liegende Börsenwert der Aktie grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme zu ermitteln (vgl. BGH; AG 2011, 590, Tz. 8 -Stollwerck, zitiert nach juris). Die Bekanntgabe des beabsichtigten Abschlusses eines Beherrschungsvertrages durch die Starwood erfolgte im Rahmen einer Ad-hoc Mitteilung am 18. März 2014, sodass für die Ermittlung des Börsenkurses der Zeitraum zwischen dem 18. Dezember 2013 bis 17. März 2014 maßgeblich war.

c) Der von Bewerterin und Gutachterin übereinstimmend ermittelte Durchschnittskurs von 1,03 EUR beruhte zwar nicht auf Daten der BaFin, da der gewichtete durchschnittliche inländische Börsenkurs gemäß § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht lediglich für Unternehmen im regulierten Handel ermittelt wird. Die Aktien der Design Hotels AG wurden im oben genannten Zeitraum allerdings nicht im regulierten Börsenverkehr gehandelt, sondern lediglich im (qualifizierten) Entry Standard m:access der Börse München sowie im einfachen Freiverkehr an den Börsen Berlin, Frankfurt und Stuttgart gehandelt. Sie galten damit nach § 3 Abs. 2 AktG nicht als börsennotiert (für eine grundsätzliche Nichtberücksichtigung des Börsenkurses für die Abfindungshöhe in einem solchen Fall sprechen sich etwa Spindler/Stilz/Veil, AktG 3. Aufl. Rz. 57 zu § 305 AktG sowie Arnold/Rothenburg, DStR 2014, 150, 155 aus).

Die Bewertungsgutachterin hat jedoch aufgrund der allgemein verfügbaren Daten des Dienstleisters Bloomberg selbst entsprechend den Vorgaben der WpÜB-AngVO einen umsatzgewichteten Durchschnittskurs ermittelt, dessen Höhe von der Vertragsprüferin in ihrem Gutachten nachvollzogen und bestätigt worden ist.

d) Fehler bei der Ermittlung des Börsenkurses waren nicht ersichtlich und sind von Antragstellerseite nicht geltend gemacht worden. Auch die im Rahmen der Plausibilisierung des von ihm ermittelten Ertragswerts durchgeführten Betrachtungen des gerichtlichen Sachverständigen deuten nicht auf einen höheren Kurs hin, da sich der Börsenkurs der Gesellschaft nach dem in Tz. 924 des Gutachtens wiedergegebenen Kurschart erst mit der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme deutlich über den bis zum 17. März 2014 zu beobachtenden Kurs von knapp unter 1,00 EUR je Aktie bewegte. Danach kam es zu einer deutlichen Aufwärtsbewegung bis hin zu einem Kurs von 2,86 EUR im Zeitpunkt der Hauptversammlung. Diese Entwicklung war zum einen wegen des zuvor endenden Referenzzeitraums unbeachtlich und zeigt zum anderen deutlich, dass ihr

Abfindungserwartungen zugrunde lagen. Im Übrigen lag aber selbst der Stichtagskurs noch unterhalb der nunmehr festgesetzten Abfindung.

Vor diesem Hintergrund konnte dahinstehen, dass nach der Stollwerck-Rechtsprechung des BGH der Börsenwert entsprechend der allgemeinen oder branchentypischen Wertentwicklung unter Berücksichtigung der seitherigen Kursentwicklung hochzurechnen sein kann, wenn zwischen der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme und dem Tag der Hauptversammlung ein längerer Zeitraum verstrichen ist und die Entwicklung der Börsenkurse eine Anpassung geboten erscheinen lässt. Vorliegend fehlte es schon mit vier Monaten zwischen Ankündigung des Beherrschungsvertrages und Hauptversammlung bereits an einem „längeren Zeitraum“. Eine Anpassung, welche in einem solchen Zeitraum zu einer Vervielfachung des Kurses führen könnte, ist zudem faktisch ausgeschlossen.

e) Der Umstand, dass der Ertragswert der Gesellschaft nicht nur über dem Mittelwert der zu beobachtenden Börsenkurse der Design Hotels AG lag, sondern auch den an der Börse in der Vergangenheit gezahlten Höchstpreis für deren Anteile überstieg, war im Ergebnis unerheblich. Insbesondere konnte er nicht dazu führen, den ermittelten Ertragswert als unplausibel anzusehen. Wie der gerichtliche Sachverständige in Tz. 931 seines Gutachtens zutreffend ausführt, ist die konkrete Informationsverarbeitung der Marktteilnehmer ist nicht erkennbar; der Börsenkurs ist am Ende des Preisbildungsprozesses als „Black Box“ nur als Ergebnis beobachtbar. Dem Markt stünden wesentliche unternehmensspezifische Informationen gar nicht erst (bzw. erst mit Zeitverzögerung) zur Verfügung. Dies schränke die Aussagekraft des Börsenkurses im Hinblick auf die Ermittlung eines Unternehmenswerts, aber auch im Hinblick auf die Plausibilisierung eines mit einem kapitalwertorientierten Verfahren unter Berücksichtigung unternehmensinterner Informationen ermittelten Unternehmenswerts ganz erheblich ein. Diesen Ausführungen schließt sich die Kammer nach eigener Prüfung an.

## **10. Liquidationswert**

Einer näheren Betrachtung des Liquidationswerts der Design Hotels bedurfte es nicht, da eine alternative Bewertung des Unternehmens auf der Grundlage von Liquidationswerten hatte nicht zu erfolgen hatte.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist zwar anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert die Untergrenze des Unternehmenswertes darstellen kann (vgl. OLG Hamburg, NZG 2001, 471;



OLG Düsseldorf, AG 1999, 321; BayObLG, AG 1995, 509). Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs zur Berechnung des Pflichtteils und des Zugewinnausgleichs kann der Liquidationswert jedoch nicht herangezogen werden, wenn der Unternehmen nicht die Absicht hat, das Unternehmen zu liquidieren, keine finanzielle Notwendigkeit besteht, das Unternehmen ganz oder teilweise aufzulösen und die Fortführung auch nicht wirtschaftlich unvertretbar erscheint (vgl. Riegger, a.a.O., Rz. 47 Anh. § 11 SpruchG m.w.N.). Damit kann auf den Liquidationswert bei einem wirtschaftenden Unternehmen regelmäßig nur dann abgestellt werden, wenn dieses als ertragsschwach zu gelten hat und es sich aus objektiver Sicht unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten nicht lohnt, das Unternehmen fortzuführen.

b) Dem ist nach Unternehmensplanungen aber offensichtlich nicht so: Die Design Hotels AG soll nach der Planung auf lange Sicht profitabel arbeiten, da die geplanten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig nicht unerheblich übersteigen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Ebenso wenig war eine im Branchenvergleich besonders geringe Ertragskraft der Gesellschaft zu erkennen.

c) Darüber hinaus war von vornherein nicht ersichtlich, dass die Gesellschaft über besondere Vermögenswerte verfügt, deren Veräußerung bei einer überschlägigen Betrachtung lohnender erscheinen würde als deren Verwertung für den Weiterbetrieb des Unternehmens. Bei der Gesellschaft handelt es sich um ein Dienstleistungsunternehmen, welches über keine Produktionsmittel verfügt, die für eine freie Veräußerung zur Verfügung stünden.

## **11. Substanzwert**

Auch der Substanzwert der Gesellschaft war (von vornherein) nicht zu ermitteln. Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung regelmäßig ungeeignet (vgl. etwa Großfeld/Egger/Tönnies, a.a.O., Rz. 125). Zudem handelt es sich wegen der im Allgemeinen nicht vollständig erfassbaren und bewertbaren im Unternehmen vorhandenen immateriellen Werte lediglich um einen Teilrekonstruktionswert. Auch in der Betriebswirtschaftslehre wird dem Substanzwert im Rahmen einer Unternehmensbewertung daher kein selbstständiger Aussagewert beigemessen (vgl. Simon/Leverkus in Simon, a.a.O., Anh § 11 Rz. 52).

## **12. Sonstiges**

### a) Vorerwerbspreise

Eine Verbesserung des Abfindungsbetrages konnte sich auch nicht aus (Markt-) Preisen ergeben, welche die Antragsgegnerin in der Zeit vor dem Bewertungsstichtag tatsächlich für Aktien der Gesellschaft gezahlt hat.

aa) Die Berücksichtigung derartiger Entgelte ist verfassungsrechtlich nicht geboten, da sie regelmäßig über dem marktüblichen Preis liegen, weshalb hieraus grundsätzlich nicht der (objektive) Verkehrswert der Aktien abgeleitet werden kann. Der vom Mehrheitsaktionär gezahlte Erwerbspreis hängt von seinem bisherigen Beteiligungsbesitz, seinen strategischen Absichten und insbesondere vom konkret zu erzielenden Grenznutzen, also den durch den (Ergänzungs-)Kauf erhofften finanziellen Vorteilen ab (vgl. zutreffend OLG Stuttgart, Beschluss vom 4. Mai 2011, 20 W 11/08, BeckRS 2011, 11195). Die dabei vereinbarten Preise haben regelmäßig keine Beziehung zum Verkehrswert des Aktieneigentums (vgl. BVerfG DB 1999, 1693, 1695).

bb) Im Übrigen ist die Frage der Maßgeblichkeit von Vorerwerbspreisen umstritten. Vor allem in der Literatur wird die Ansicht vertreten, Vorerwerbspreise seien zu berücksichtigen, weil auch eine so genannte „Kontrollprämie“ Teil des Unternehmenswertes sei (vgl. Schüppen/Tretter in Frankfurter Kommentar zum WpÜG, 3. Aufl., § 327 b AktG Rdnr. 16; Behnke, NZG 1999, 934). Diese Auffassung hält die Kammer aber nicht für zutreffend. In dem Preis, den ein Marktakteur für den Erwerb einer (Kontroll-) Mehrheit an einem Unternehmen zu zahlen bereit ist, kommt der Grenznutzen zum Ausdruck, den ein Mehrheitsaktionär aus den erworbenen Aktien ziehen kann. Dieser ist wesentlich dadurch bestimmt, dass der Mehrheitsaktionär mit den so erworbenen Aktien ein Stimmenquorum erreicht, das aktien- oder umwandlungsrechtlich Voraussetzung für bestimmte gesellschaftsrechtliche Maßnahmen ist. Daher ist der Mehrheitsaktionär vielfach bereit, einen „Paketzuschlag“ zu zahlen. Aus der Sicht des Minderheitsaktionärs wäre der vom Mehrheitsaktionär außerbörslich bezahlte, höhere Preis nur dann erzielbar, wenn es ihm gelingt, gerade seine Aktien an den Mehrheitsaktionär zu veräußern. Darauf, eine solche Verkaufssituation zu unterstellen, hat ein Minderheitsaktionär aber weder verfassungsrechtlich aus Art. 14 Abs. 1 GG noch - angesichts des Grundsatzes der Vertragsfreiheit - einfachrechtlich einen Anspruch (vgl. BVerfGE NZG 1999, 931, 932 – DAT/Altana; BGH, NZG 2010, 939, 943 – Stollwerck).

cc) Danach konnte es nicht mehr darauf ankommen, ob die von einigen Antragstellern aufgestellte Behauptung, dass die Antragsgegnerin das Aktienpaket des Vorstands Sendlinger zu ober-

halb des Börsenkurses liegenden Preisen erworben hat, zutreffend ist.

## b) Ausgabewert

Ersichtlich unerheblich war auch die Höhe des Ausgabepreises im Rahmen der erstmaligen Börsennotierung der Gesellschaft im Jahr 1999. Dieser Zeitpunkt lag so weit vom für das hiesige Verfahren maßgeblichen Bewertungsstichtag entfernt, dass sich keinerlei Indizien für die Höhe des Unternehmenswerts ergeben. Im Übrigen ist dem Investment an der Börse immanent, dass sich sowohl Wertsteigerungen als auch Verluste bis hin zum Totalverlust der eingesetzten Mittel ergeben können. Der einzelne Aktionär besitzt vor diesem Hintergrund im Fall der Durchführung einer Strukturmaßnahme keinen Anspruch darauf, sein ursprünglich investiertes Kapital zurückzuerhalten.

## 13. Ergebnis Ertragswert

Design Hotels

In T €	Phase I										Phase II
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
Zu kapitalisierendes Ergebnis	854	1.032	1.137	1.283	1.360	1.404	1.460	1.518	1.573	1.642	1.642
Kapitalisierungszinssatz	7,15%	7,19%	7,16%	7,12%	7,09%	7,11%	7,11%	7,12%	7,13%	7,13%	6,14%
Barwertfaktor	0,93	0,87	0,81	0,76	0,71	0,66	0,62	0,58	0,54	0,50	0,18
Barwerte	800	899	924	973	965	928	901	876	849	824	13.432
Barwert zu Beginn der Periode (Roll Back)	22.375	22.375	23.142	23.740	24.304	24.752	25.147	25.530	25.887	26.212	26.501
Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2013	22.375										
Aufzinsungsfaktor	1,0390										
Marktwert des Eigenkapitals zum 21. Juli 2014	28.247										
Sonderwert zum 21. Juli 2014	4.579										
Unternehmenswert zum 21. Juli 2014	27.828										
Anzahl Aktien	8.972.072										
Wert je Aktie zum 21. Juli 2014	3,10										

## 14. Ausgleichszahlung

Gemäß § 304 Abs. 1 AktG muss ein Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag für die außenstehenden Aktionäre, die nicht aus der Gesellschaft ausscheiden wollen, einen angemessenen Ausgleich durch eine auf die Anteile am Grundkapital bezogene wiederkehrende Geldleistung (Ausgleichszahlung) vorsehen. Der Ausgleich soll den Verlust des mitgliedschaftlichen Divi-

dendenrechts kompensieren, der infolge eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag dadurch entsteht, dass das Dividendenrecht leerläuft (vgl. MünchKomm/Bild, AktG, 3. Aufl., Rz. 7 zu § 304 AktG). Wirtschaftlich tritt der Ausgleich an die Stelle der jetzt nicht mehr geschuldeten Dividende.

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

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

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

aa) Aus der Funktion des Ausgleichs als Substitut für die Dividende folgt nach Auffassung der Kammer ohne weiteres, dass im Gegensatz zur Abfindung kein Rückgriff auf den Börsenkurs erfolgen kann. Der Börsenkurs steht für den Wert der Aktie am Stichtag insgesamt. Dieser kann, muss aber nicht dem Durchschnitt der künftigen Gewinnerwartungen entsprechen, der nur über den Ertragswert ermittelt werden kann. Das im Börsenkurs zum Ausdruck kommende Desinvestitionsinteresse kann nicht maßgeblich sein (vgl. auch OLG Hamburg, AG 2003, 583, 585), zu-

mal sich der Minderheitsaktionär, dem ein Ausgleich zusteht, jedenfalls zunächst gerade gegen eine Desinvestition entschieden hat.

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

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

e) Bei der Verrentung hält die Kammer einen Zinssatz von 1,70 % für angemessen.

aa) Eine Anwendung des für die Berechnung der Abfindung herangezogenen Kapitalisierungszinssatzes in voller Höhe hält sie – entgegen der von einigen Antragstellern geäußerten gegenteiligen Ansicht – nicht für geboten. Die weiterhin ihren Anteil haltenden Minderheitsaktionäre sind während der Dauer des Unternehmensvertrages nicht mit dem Risiko schwankender Dividenden belastet, sondern erhalten eine der Höhe nach feststehende Ausgleichszahlung. Hielte man diese Zahlungen für sicher, dürfte eine Verrentung ausschließlich mit dem Basiszinssatz erfolgen. Schon diese Kontrollüberlegung zeigt, dass die Verwendung des im Rahmen der Ermittlung der Barabfindung herangezogenen Zinssatzes nicht zutreffend die Risikoposition der im Unternehmen verbleibenden Minderheitsaktionäre widerspiegeln kann.

bb) Auch aus der oben angesprochenen Ytong-Entscheidung des BGH lässt sich nach Ansicht der Kammer nicht der Schluss ziehen, dass bei der Verrentung im Rahmen des § 304 AktG regelmäßig der Kapitalisierungszinssatz in ungeschmälerter Höhe Verwendung finden muss. Zwar ist die Berechnung im vom BGH entschiedenen Fall mit dem vollen risikoadjustierten Zinssatz erfolgt. Zum einen spielte seinerzeit aber der Risikozuschlag im Verhältnis zum Basiszins keine wesentliche Rolle. Zum anderen hat sich der Senat in seiner Entscheidung nicht näher mit der rechtlich gebotenen Art und Weise der Berechnung des angemessenen Verrentungszinssatz-

zes auseinandergesetzt. Offensichtlich stand diese Frage im konkreten Sachverhalt nicht im Streit.

cc) Allerdings sind die aus Unternehmensverträgen an die Minderheitsaktionäre zu leistenden Zahlungen tatsächlich nicht sicher, sondern gleichfalls mit Risiken behaftet. So besteht bei einem Gewinnabführungsvertrag grundsätzlich das Risiko der Vertragsbeendigung mit der sich anschließenden Frage, in welcher wirtschaftlichen Verfassung sich das beherrschte Unternehmen befindet. Im Fall einer nachhaltigen Schwächung der Ertragskraft des Unternehmens während der Vertragslaufzeit besteht die Unternehmensbeteiligung an einem im Wert geminderten Unternehmen fort. Darüber hinaus trägt der Minderheitsaktionär das Bonitätsrisiko des Mehrheitsaktionärs als dem Schuldner der Ausgleichszahlung. Diese Risiken können nach Ansicht der Kammer aber nicht den Unwägbarkeiten gleichgesetzt werden, die mit der ungeschmäleren wirtschaftlichen Beteiligung an einem arbeitenden Unternehmen und der entsprechenden Unsicherheit verbunden sind, ob und in welcher Höhe es zu Zuflüssen an die Aktionäre kommt.

dd) Der Verringerung des Risikos ist durch einen geringeren Risikozuschlag beim Verrentungszins Rechnung zu tragen, wobei davon auszugehen ist, dass es sei bei dem abgeschlossenen Unternehmensvertrag nicht nur um eine vorübergehende Maßnahme handelt.

Anders als bei der Barabfindung, die den Wert der Beteiligung insgesamt widerspiegelt, ersetzt die Ausgleichszahlung nämlich nur die Dividende, wobei die jährliche Dividende im Unterschied zur Zahlung des hier festzusetzenden festen Ausgleichs unsicherer ist, da die Höhe der Dividende von der Entwicklung der Erträge abhängig ist und dementsprechend schwankt, die gleichbleibende Ausgleichszahlung jedoch vertraglich garantiert und durch eine Verlustübernahmeverpflichtung nach § 302 AktG sogar abgesichert ist. Dies muss sich bei der Verrentung in einem niedrigeren Zinssatz niederschlagen. Andernfalls würden die Aktionäre langfristig aufgrund des Gewinnabführungsvertrages bessergestellt werden als bei Erhalt der Dividende ohne diese Strukturmaßnahme (vgl. OLG München, Beschluss vom 03. Dezember 2020 – 31 Wx 330/16 –, Rn. 123, juris)

Die Abbildung des reduzierten Risikos erfolgt in der Bewertungspraxis üblicherweise (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 16. Juli 2010 - 5 W 53/09; OLG Frankfurt, Beschluss vom 15. Februar 2010 - 5 W 52/09; OLG München, AG 2008, 28, 32) pauschaliert durch die Bildung eines Mittelwertes aus dem risikolosen Basiszins und dem Kapitalisierungszins. Diese sachgerechte Erfassung der geringeren Gefahr gegenüber schwankenden oder gänzlich ausbleibenden Dividenden-

zahlungen stellt - entgegen der Auffassung einiger Antragsteller - keine Ungerechtigkeit zulasten der außenstehenden Aktionäre dar. Im Gegenteil würde die Vernachlässigung dieses gesunkenen Risikos dazu führen, dass die Ausgleichszahlung gegenüber der baren Abfindung zu hoch ausfiele und damit zu einer Benachteiligung der Aktionäre führte, die in dem nunmehr beherrschten Unternehmen nicht verbleiben möchten.

ee) Von der beschriebenen pauschalen Betrachtungsweise, deren Anwendung gleichfalls von einigen Antragstellern gefordert wird, kann im Einzelfall allerdings abgewichen werden, soweit die Risikoposition der Minderheitsaktionäre im konkreten Bewertungsfall näher bestimmt werden kann. Dies gilt etwa dann, wenn sich das Bonitätsrisiko des Schuldners der Ausgleichszahlung anhand von Marktdaten näher bestimmen lässt.

Im Gegensatz zu sonstigen Gestaltungen ist vorliegend das Risiko aus der Vertragsbeendigung - verbunden mit der möglichen Minderung der Ertragskraft des Unternehmens während der Laufzeit des Vertrages - durch das in § 4 Abs. 7 des Unternehmensvertrages geregelte befristete Andienungsrecht in Höhe des Abfindungsanspruches der Minderheitsaktionäre in der im Vertrag fixierten Höhe begrenzt. Damit sind die Minderheitsaktionäre vor einer „Ausplünderung“ der Gesellschaft weitgehend geschützt und letztlich auch gegen das Risiko zukünftiger Ertragsschwankungen der vormals beherrschten Gesellschaft geschützt. Sie können nämlich auf die sichere Abfindung am Ende des Unternehmensvertrages zurückgreifen, statt ab diesem Zeitpunkt wieder auf unsichere Dividenden angewiesen zu sein.

Diesbezüglich war unerheblich, dass die Höhe der Abfindung im Zeitpunkt der Beendigung des Unternehmensvertrages möglicherweise nicht dem

Damit verbleibt als maßgebliches, mit dem Unternehmensvertrag verbundenes Risiko das Insolvenzrisiko des zur Zahlung Verpflichteten. Dies war, auf den Stichtag bezogen,

Diese Gesellschaft ist zwar zwischenzeitlich in der aufgegangen. Dieser Umstand war für die Bestimmung der Höhe der Ausgleichszahlung im hiesigen Verfahren allerdings unerheblich, da die Übernahme der erst Mitte 2016 erfolgt ist und damit zwei Jahre nach dem hiesigen Bewertungsstichtag stattgefunden hat.

Nach bislang herrschender Meinung ist maßgeblicher Zeitpunkt für die Bemessung der Angemessenheit der Ausgleichszahlung der Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung (BGHZ 138, 136, 139 f = NJW 1998, 1866; BayObLG AG 2002, 390, 391; OLG Stuttgart AG

1994, 564; MünchHdb AG/Krieger § 71 Rn 92; KölnKomm AktG/Koppensteiner Rn 47). Nach einer abweichenden Ansicht soll es für die Bewertungsfrage dagegen auf den Zeitpunkt des Vertragsabschlusses ankommen (OLG Frankfurt ZIP 1990, 588, 590; Geßler/Hefermehl/Eckardt/Kropff AktG/Geßler Rn 74), jedenfalls solange nicht unangemessen lange Zeit zwischen Vertragsabschluss und Beschluss der Hauptversammlung liegt. Die herrschende Meinung berücksichtigt allerdings auch spätere Entwicklungen, soweit sie in den am Stichtag bestehenden Verhältnissen bereits angelegt sind („Wurzeltheorie“), vgl. BGH NJW 1973, 509, 511; OLG Düsseldorf AG 1998, 236, 237 Paulsen aaO Rn 90; s. auch Meyer AG 2015, 16; Anh § 305 Rn 9 ff).

Vorliegend war allerdings weder ersichtlich noch ist dies von Verfahrensbeteiligten geltend gemacht worden, dass die genannte Fusion bereits im Juli 2014 auch nur angedacht war. Damit war sich nach der Wurzeltheorie nicht zu berücksichtigen, ebenso wenig wie zeitlich noch später eingetretene Ereignisse wie das bei der [redacted] entdeckte Datenleck, welches auch Kunden der [redacted] betraf.

ff) Vor diesem Hintergrund bestanden keine durchgreifenden Bedenken gegen die von der Bewertungsgutachterin gewählte Vorgehensweise, das Zahlungsausfallrisiko für die Minderheitsaktionäre aus dem allgemeinen Ausfallrisiko der [redacted] herzuleiten. Unter Berücksichtigung der Regelung in § 4 Abs. 7 des Unternehmensvertrages ist der außenstehenden Aktionäre für den Fall, dass sie die Option aus § 304 AktG wählen, zufließende Zahlungsstrom weitgehend inhaltsgleich mit demjenigen einer - allerdings jederzeit durch das Unternehmen kündbaren - Industrieanleihe ist (vgl. zu dem Vergleich mit einer Industrieanleihe etwa Maul, DB 2002, 1423, 1425). Investiert wird der Betrag der Abfindung nach § 305 AktG. Während der Vertragsdauer erhält der außenstehende Aktionär die feste Ausgleichszahlung. Am Ende bekommt er sodann jedenfalls das investierte Kapital in Höhe der Abfindung nach § 305 AktG zurück. Alternativ kann er sich für einen Verbleib im Unternehmen entscheiden und partizipiert in diesem Fall wieder an den Unternehmensgewinnen seiner Gesellschaft wie vor Abschluss des Unternehmensvertrages.

Aus diesem Grunde kann das im Rahmen der Berechnung der Ausgleichszahlung zu bewertende Risiko aus den am Markt zu beobachtenden Credit Spreads von Unternehmensanleihen der [redacted] abgeleitet werden. Als weitere Indikatoren konnten Bonitätseinschätzungen durch Ratingagenturen sowie gegebenenfalls Credit Default Swaps für Anleihen der [redacted] herangezogen werden. Ein solches Vorgehen ist zwar nicht frei von Unwägbarkeiten, so dass es sich auch nur um eine Schätzung des Risikos handelt. Es ist aber plausibel und vermag das



mit der Ausgleichszahlung für den außenstehenden Aktionär verbundene Risiko genauer abzubilden als eine pauschalierte Vorgehensweise (vgl. in einem vergleichbaren Sachverhalt auch OLG Frankfurt, Beschluss vom 24.11.2011 - 21 W 7/11, BeckRS 2012, 02278).

gg) Die Bewertungsgutachterin hat den Bonitätsaufschlag - oder auch Credit Spread – anhand eines amerikanischen Industrieanleihenindex mit einem Rating von BBB sowie einer Laufzeit von 30 Jahren auf der einen und amerikanischen Staatsanleihen auf der anderen Seite bestimmt und ist dabei zu einer Höhe von 1,20% gelangt. Zuvor konnte sie lediglich zwei Anleihen der identifizieren, die beide auf US-Dollar lauteten und eine Restlaufzeit von lediglich fünf beziehungsweise neun Jahren aufwiesen. Damit fehlte die Laufzeitäquivalenz sowohl im Verhältnis zu langlaufenden Staatsanleihen, die für den risikolosen Zinssatz maßgeblich sind, als auch die für die Berechnung des Aufschlags zunächst zu unterstellende unendliche Laufzeit des Unternehmensvertrages.

Insoweit besteht aber die grundsätzliche Schwierigkeit, dass eine Unternehmensanleihe hinsichtlich der zeitlichen Struktur im Hinblick auf die unbegrenzte Lebensdauer des Unternehmens, ihrer Besteuerung und hinsichtlich der Unsicherheit der Zins- und Tilgungszahlungen als Fremdkapital nicht mit einer Ausgleichszahlung vergleichbar ist und damit nicht dem Äquivalenzprinzip genügt (vgl. Popp, Fester Ausgleich bei Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, WpG 2008, S. 33).

hh) Der gerichtliche Sachverständige führt in seinem Hauptgutachten aus, dass er in der Lage gewesen ist, den von ermittelten Credit Spread rechnerisch nachzuvollziehen. Er führt weiter aus, dass er auch die von der Bewertungsgutachterin getroffene Entscheidung, das nicht betriebsnotwendige Vermögen in die Berechnung einzubeziehen für ebenso sachgerecht hält wie die weitere Vorgehensweise zur Bestimmung des Stichtages aus den 1. Januar 2014 und die Heranziehung eines Steuersatzes von 24,35 % unter Berücksichtigung des steuerlichen Einlagenkontos der Gesellschaft.

ii) Der Sachverständige war allerdings in der Folge in der Lage, eine weitere USD-Anleihe der mit einer längeren Laufzeit zu identifizieren, wobei er beim Vergleich mit US-Staatsanleihen zu dem Ergebnis gelangt ist, dass der Credit Spread mit zunehmender Laufzeit deutlich höher liegt als von der Bewertungsgutachterin für die weiteren Anleihen festgestellt, und zwar auch oberhalb des von weiter herangezogenen BBB-Anleiheindex.

Mit der Restlaufzeit ansteigende Credit Spreads hat der Sachverständige darüber hinaus auch für USD-Anleihen von Unternehmen mit einem Rating von BBB festgestellt. Anders als die Bewertungsgutachterin hat er weiter angesichts des Umstandes, dass die hier geschuldeten Ausgleichszahlungen in Euro erfolgen müssen, in Euro lautende, BBB-geratete Unternehmensanleihen untersucht und auch insoweit bei langen Restlaufzeiten einen deutlich höheren Credit Spread ermittelt als 1,20 %. Auf die Ausführungen in Tz. 992 ff. des Hauptgutachtens wird wegen der Einzelheiten Bezug genommen. Im Ergebnis hält er den Ansatz eines Credit Spread zwischen 1,50 % und 1,80 % für plausibel.

jj) Die Kammer hielt die Ausführungen des Sachverständigen für nachvollziehbar und schließt sich diesen im Ergebnis an. Zwar handelt es sich, wie das OLG Frankfurt zutreffend festgestellt hat, auch bei der Risikoeinschätzung mittels Credit Spread lediglich um eine Schätzung. Im Rahmen dieser Schätzung können und müssen aber auch Faktoren berücksichtigt werden, die sich nicht unmittelbar aus den vorhandenen Marktdaten ablesen lassen, deren Einfluss auf das zu bewertende Risiko aber plausibel feststeht. Insoweit hat der gerichtliche Sachverständige in seine Betrachtungen Währungs- und Kaufkraftgesichtspunkte einfließen zu lassen.

ll) Vor diesem Hintergrund schließt sich die Kammer der Auffassung des gerichtlichen Sachverständigen an, dass ein Credit Spread zwischen 1,50 % und 1,80 % eher geeignet ist, das vorliegend von den Minderheitsaktionären übernommene Risiko abzubilden als der von herangezogene und von der Antragsgegnerin verteidigte Wert von 1,20 %. Die in der Design Hotels AG verbliebenden Minderheitsaktionäre sind im Übrigen gerade keine (freiwilligen) Gläubiger einer bestimmten Unternehmensanleihe der  so dass der Ansatz eines Wertes eher im oberen Bereich der vom Sachverständigen ermittelten Bandbreite als angemessen anzusehen war. Im Ergebnis waren die Auswirkungen dieser Entscheidung eher begrenzt, da sich rechnerisch bei einem Ansatz von 1,50 % und einem Ansatz von 1,70 % für den Nettoausgleich identische Werte ergeben, während der Bruttoausgleich um 0,01 EUR je Stückaktie steigt.

f) Obwohl die Kammer dem Sachverständigen aufgegeben hat, im Wege einer Hilfsberechnung anstelle des Credit Spread den hälftigen Kapitalisierungszinssatz in Ansatz zu bringen, hielt sie diesen Ansatz nicht für vorzugswürdig. Zum einen bleibt bei der Verwendung dieses Ansatzes, wie oben bereits ausgeführt, die konkrete Risikoposition der Minderheitsaktionäre außer Betracht. Vielmehr wird sie im Wege einer pauschalen Betrachtungsweise bestimmt. Soweit sich nach den Berechnungen des Sachverständigen ein um 0,03 EUR höherer Nettoausgleich pro Aktie ergibt, war dies unerheblich, da die Minderheitsaktionäre keinen Anspruch darauf besitzen,

dass stets diejenige Kalkulationsweise gewählt wird, welche zum betragsmäßig höchsten Ausgleich führt.

g) Bei dem für die Höhe der Barabfindung maßgeblichen Betrag handelt es sich um einen Nachsteuerwert, da der Unternehmenswert nach persönlicher Ertragssteuer berechnet wurde. Nach der Rechtsprechung des Bundesgerichtshofs ist die Ausgleichszahlung dagegen als Bruttobetrag festzusetzen, so dass eine entsprechende Überleitung vorgenommen werden muss. Dies ist durch den gerichtlich bestellten Sachverständigen nach Überzeugung der Kammer in der Sache zutreffend erfolgt.

aa) Dabei ist zunächst der gesamte Unternehmenswert als Wert nach Steuern mit einem Verrentungszinssatz zu multiplizieren, der gleichfalls einen Wert nach persönlichen Steuern darstellen muss, da sonst die Äquivalenz zwischen Barabfindung und Ausgleichszahlung nicht mehr gewahrt wäre. Bei der oben geschilderten pauschalen Bestimmung des risikoangepassten Verrentungszinssatzes findet methodisch im Übrigen keine abweichende Ableitung des Zinssatzes statt, da es sich bei dem aus der Berechnung der Abfindung übernommenen Kapitalisierungszinssatz gleichfalls um einen Nachsteuerwert handelt. Mithin kommt es entgegen der Rüge einer Vielzahl von Antragstellern nicht zu einer unzulässigen doppelten Berücksichtigung persönlicher Steuern.

Dem Umstand, dass der Ausgleichsbetrag als Bruttowert festzusetzen ist, wird dadurch Rechnung getragen, dass bei der Verrentung zwar Nachsteuerwerte - sowohl für den Ertragswert als auch für den Zinssatz - eingesetzt werden. Dem daraus ermittelten jährlichen Ausgleichsbetrag nach Steuern wird aber die auf jede Aktie entfallende Körperschaftsteuerbelastung sowie die typisierte persönliche Ertragsteuer hinzugerechnet, mit der im Ertragswertverfahren gerechnet wurde. Diese Berechnungsweise macht eine zweite Ertragswertermittlung mit einer Vorsteuerbetrachtung entbehrlich. Sie beeinträchtigt die außenstehenden Aktionäre dennoch nicht, weil sich durch das Hinzurechnen der Steuerbelastung trotz Verrentung mit Nachsteuerzinssätzen dieselben Werte ergeben wie bei einer reinen Vorsteuerrechnung (vgl. Popp, WpG 2008, 23, 24 f.).

bb) Die Besonderheit im vorliegenden Fall besteht lediglich darin, dass ein abweichender Faktor für die Risikobeurteilung in die Verrentungsformel einfließt. Dies kann aber nicht dazu führen, dass von diesem Risikozuschlag ein Abschlag für (typisierte) persönliche Einkommenssteuer entweder überhaupt nicht oder in einer abweichenden Höhe vorzunehmen ist

h) Der ermittelte Nachsteuerbetrag ist – wie oben bereits erwähnt – zunächst in einen Betrag vor persönlichen Ertragssteuern umzurechnen. Dieser Betrag wird anschließend um die auf ihm lastende Belastung mit persönlichen Ertragssteuern erhöht, welche die Anteilseigner bei Dividendenzufluss zu entrichten hätten. In einem letzten Schritt findet schließlich eine Bereinigung um die Auswirkungen der Körperschaftssteuer statt, so dass sich die konstante jährliche Bruttoausgleichszahlung ergibt:

### i) Ergebnis Ausgleichszahlung

Damit ergibt sich für die Höhe des Ausgleichs aufgrund der vom Sachverständigen durchgeführten Berechnungen ein Nettobetrag von 0,12 € je Stückaktie, entsprechend einem Bruttoausgleich von 0,15 €:

<b>Design Hotels</b>			
in €	IVC (21.07.2014)	IVC (21.07.2014)	IVC (21.07.2014)
Unternehmenswert je Aktie	3,10	3,10	3,10
<b>Verrentungszinssatz</b>			
Basiszinssatz vor Einkommensteuer	2,380%	2,380%	2,380%
Credit Spread	1,500%	1,700%	1,800%
Verrentungszinssatz vor Einkommensteuer	3,880%	4,080%	4,180%
Typ. Einkommensteuer (26,375 %)	-1,023%	-1,076%	-1,102%
Verrentungszinssatz nach Einkommensteuer	2,857%	3,004%	3,078%
<b>Ausgleich</b>			
Nettoausgleich nach persönlichen Steuern	0,09	0,09	0,10
<b>Nettoausgleich (Steuersatz: 24,324%)</b>	<b>0,12</b>	<b>0,12</b>	<b>0,13</b>
<b>Bruttoausgleich (Steuersatz: 15,825 %)</b>	<b>0,14</b>	<b>0,15</b>	<b>0,15</b>

## 16. Verfahrensanhträge auf Vorlage weiterer Unterlagen

Den Anträgen – etwa der Antragsteller zu 31) bis 36) – auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin beziehungsweise die Gesellschaft, war durch die Kammer nicht

nachzugehen.

a) Ein Vorlagebegehren nach Maßgabe des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG muss sich auf konkrete, individualisierbare Unterlagen beziehen. Dies war zwar hinsichtlich der Forderung nach Herausgabe von Arbeitspapieren der an der Bewertung beteiligten Wirtschaftsprüfer der Fall. Eine Anordnung der Herausgabe kam aber dennoch nicht in Betracht. Bei den Arbeitspapieren der Wirtschaftsprüfer handelt es sich nämlich nicht um Unterlagen, die der Antragsgegnerin zur Verfügung gestellt worden sind und über die sie nunmehr verfügen könnte. Die zu internen Zwecken gefertigten Arbeitspapiere sind nicht Bestandteil der an den Auftraggeber herauszugebenden Handakten, § 51b Abs. 4 WPO. Damit fehlte es bereits an den Voraussetzungen der Vorlagepflicht, nämlich dem Besitz oder der Beschaffungsmöglichkeit der Antragsgegnerin (vgl. zu dieser Frage auch zutreffend Simon/Winter, SpruchG, Rz. 58 zu § 7 SpruchG).

b) Zum anderen muss nach zutreffender Auffassung auch die Entscheidungserheblichkeit der angeforderten Unterlagen plausibel dargelegt werden (vgl. KölnKomm/Puszkajler, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 62 zu § 7 SpruchG). Hieran fehlt es vorliegend angesichts der nicht näher auf das konkrete Verfahren bezogenen Begründungen für die gestellten Vorlagebegehren.

Dass es sich – hinsichtlich der konkret genannten Antragsteller – offensichtlich um ein, jedenfalls teilweise, formularmäßig gestelltes Begehren handelt, ergibt sich aus der Forderung, Details über die Herleitung des Wertes des Grundbesitzes der Gesellschaft im Rahmen der Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens offenzulegen.

c) Ebenso wenig bedurfte es der Herausgabe der Planungsunterlagen der Gesellschaft, da nicht ersichtlich war, inwieweit diese zu einem Erkenntnisgewinn für das Gericht geführt hätten. Es war ausreichend, dass diese dem gerichtlichen Sachverständigen zum Zweck der Durchführung von Analysen zur Verfügung gestellt worden sind. Auf diesen aufbauend hat er in seinen Gutachten umfassend zu den aufgeworfenen Fragen zur Plausibilität der Planung Stellung genommen. Unabhängig von der unterschiedlichen Beurteilung der vom Sachverständigen insoweit vorgenommenen Feststellungen war weder ersichtlich noch von Antragstellerseite vorgetragen, dass dem Gericht bei Einsicht in die ursprünglichen Planungsunterlagen eine bessere Bewertung möglich sein sollte als dem Sachverständigen unter Berücksichtigung seiner Expertise.

## **17. Kosten**

a) Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weite-

res aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

b) Zwar können die (Gerichts-) Kosten, soweit dies der Billigkeit entspricht, auch ganz oder zum Teil den Antragstellern auferlegt werden, § 15 Abs. 1 SpruchG. Von dieser Möglichkeit wurde bisher in der Praxis jedoch nur in Ausnahmefällen Gebrauch gemacht, etwa bei Missbrauch des Antragsrechts oder bei eindeutiger Unzulässigkeit oder Unbegründetheit der Anträge (vgl. BayO-bLG, Beschluss vom 22. Oktober 2003, 3Z BR 211/03, BeckRS 2003, 30331282).

b) Da die Anträge im Hinblick auf die Höhe von Abfindung und Ausgleich erfolgreich waren, entsprach es der Billigkeit, der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen. § 15 Abs. 2 SpruchG sieht insoweit ein dem § 23 Nr. 14 GNotKG entgegengesetztes Regel-/Ausnahmeverhältnis vor. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs nur dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass nur die Unzulässigkeit beziehungsweise Unbegründetheit der Anträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller ihre Kosten endgültig selbst zu tragen haben (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 89 zu § 15 SpruchG; KölnKomm/Roskopf, SpruchG, 3. Aufl., Rz. 48 zu § 15 SpruchG).

c) Hiervon ausgenommen waren die außergerichtlichen Kosten der Antragstellerinnen und . . . . . Diese haben die Verwerfung der von ihnen gestellten Anträge als unzulässig durch nachlässiges Verhalten selbst herbeigeführt, so dass es nicht zu rechtfertigen war, die ihnen entstandenen Kosten der Antragsgegnerin aufzuerlegen.

## 18. Weitere Nebenentscheidungen

Weiterer Aussprüche bedurfte es im hiesigen Verfahren nicht. Insbesondere war keine Entscheidung über die Verzinsung der Ansprüche der Minderheitsaktionäre oder über den Zeitpunkt der Fälligkeit des Ausgleichs zu treffen.

Gegenstand des Spruchverfahrens ist grundsätzlich nur die Überprüfung der Angemessenheit von vertraglich vereinbartem Ausgleich und Abfindung. Der im Spruchverfahren ergehende Beschluss ist kein Vollstreckungstitel. Über die Verzinsung als Teil des konkreten Zahlungsanspruchs hat daher im Streitfall erst das nach § 16 SpruchG für die Leistungsklage zuständige Gericht zu entscheiden, mit der der Anteilshaber einen Vollstreckungstitel erlangen kann. Die ge-

setzliche Verzinsung des § 305 Absatz 3 Satz 3 AktG mag klarstellend aufgenommen werden, sie muss es aber nicht (vgl. BGH, NZG 2003, 1017; streitig: für eine Tenorierung: OLG Düsseldorf, NZG 2005, 280; dagegen etwa Hüffer, a.a.O., Rz. 26a zu § 305 AktG).

### Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **sofortigen Beschwerde** (im Folgenden: Beschwerde) statt.

Die Beschwerde ist binnen einer Notfrist von 2 Wochen (Beschwerdefrist) bei dem

Landgericht Berlin  
Littenstraße 12-17  
10179 Berlin

oder bei dem

Kammergericht  
Eißholzstraße 30-33  
10781 Berlin

einzu legen.

Die Notfrist beginnt mit der Zustellung der Entscheidung, spätestens mit dem Ablauf von fünf Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werkta ges.

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

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift eingelegt.

Alle Beteiligte müssen sich dabei durch einen Rechtsanwalt vertreten lassen, der die Beschwerdeschrift zu unterzeichnen hat.

Behörden und juristische Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse können sich auch durch eigene Beschäftigte oder Beschäftigte anderer Behörden oder juristischen Personen des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihnen zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse vertreten lassen.

Der Vertretung durch einen Rechtsanwalt bedarf es nicht in Unterhaltssachen für Beteiligte, die durch das Jugendamt als Beistand, Vormund oder Ergänzungspfleger vertreten sind oder wenn die Beschwerde durch einen Zeugen, Sachverständigen oder Dritten im Sinne der §§ 142, 144 ZPO erhoben wird. In diesen Fällen kann die Beschwerde außer durch Einreichung einer Beschwerdeschrift auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt werden. Die Beschwerde kann in diesen Fällen auch zur Niederschrift der Geschäftsstelle eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei einem der Gerichte, bei denen die Beschwerde einzulegen ist, eingeht.

Die Beschwerde muss in jedem Fall die Bezeichnung des angefochtenen Beschlusses sowie die Erklärung enthalten, dass Beschwerde gegen diesen Beschluss eingelegt wird.

Die Beschwerde soll begründet werden.

Rechtsbehelfe können auch als **elektronisches Dokument** eingereicht werden. Eine einfache E-Mail genügt den gesetzlichen Anforderungen nicht.

Das elektronische Dokument muss

- mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen sein oder
- von der verantwortenden Person signiert und auf einem sicheren Übermittlungsweg eingereicht werden.

Ein elektronisches Dokument, das mit einer qualifizierten elektronischen Signatur der verantwortenden Person versehen ist, darf wie folgt übermittelt werden:

- auf einem sicheren Übermittlungsweg oder
- an das für den Empfang elektronischer Dokumente eingerichtete Elektronische Gerichts- und Verwaltungspostfach (EGVP) des Gerichts.

Wegen der sicheren Übermittlungswege wird auf § 130a Absatz 4 der Zivilprozessordnung verwiesen. Hinsichtlich der weiteren Voraussetzungen zur elektronischen Kommunikation mit den Gerichten wird auf die Verordnung über die technischen Rahmenbedingungen des elektronischen Rechtsverkehrs und über das besondere elektronische Behördenpostfach (Elektronischer-Rechtsverkehr-Verordnung - ERVV) in der jeweils geltenden Fassung sowie auf die Internetseite [www.justiz.de](http://www.justiz.de) verwiesen.