

Beglaubigte Abschrift

**Landgericht Berlin II**

Az.: 102 O 97/12 .SpruchG



**Beschluss**

In dem aktienrechtlichen Spruchverfahren



am Landgericht            den Handelsrichter            und den Handelsrichter            am 26.03.2024  
beschlossen:

1. Der angemessene Abfindungsbetrag gemäß § 327a AktG für die ausgeschlossenen Minderheitsaktionäre der World of Medicine AG wird auf jeweils 14,31 EUR für eine Stückaktie der Gesellschaft festgesetzt.
2. Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens einschließlich der Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.
3. Die Antragsgegnerin hat den Antragstellern jeweils die notwendigen außergerichtlichen Kosten des Verfahrens zu erstatten. Ausgenommen ist der Antragsteller zu 17), der seine außergerichtlichen Kosten selbst zu tragen hat.
4. Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des Vertreters der außenstehenden Aktionäre wird auf 1.076.752,77 EUR festgesetzt.
5. Die Beschwerde wird nicht zugelassen, soweit die Beschwer EUR 600,- nicht übersteigt.

## Gründe:

### Gründe:

I.

Mit dem vorliegenden Spruchverfahren begehren die Antragsteller mit unterschiedlicher Argumentation die Verbesserung der Barabfindung gemäß § 327b Abs. 2 AktG nach dem Ausschluss der Minderheitsaktionäre aus der W.O.M. World of Medicine AG (nachfolgend WOM genannt) auf Betreiben der Mehrheitsaktionärin

Die WOM ist eine börsennotierte Aktiengesellschaft mit Sitz in Berlin. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Charlottenburg unter der Registernummer HRB 109094 B eingetragen. Satzungsmäßiger Gegenstand der WOM ist die Entwicklung, Fertigung und der Vertrieb medizinischer Geräte sowie von Einmalartikeln und wiederverwendbaren Artikeln für die Medizin. Sie darf sich an Unternehmen aller Art beteiligen.

Die Gesellschaft ist neben ihrer eigenen operativen Tätigkeit zugleich Konzernobergesellschaft von vier in ihrem Alleinbesitz befindlichen Tochtergesellschaften, von denen zwei – die World of Medicine Lemke GmbH und die CLYXON Laser GmbH, jeweils mit Sitz in Berlin – bereits seit dem 1. Januar 2009 nicht mehr operativ tätig sind. Bei den beiden aktiven Gesellschaften handelt es sich zum einen um die Vertriebstochter für den gesamten amerikanischen Markt, die W.O.M. World of Medicine, Inc., und zum anderen um die W.O.M. World of Medicine Produktions-GmbH mit Sitz in Ludwigstadt, die einen der Produktionsstandorte des Konzerns betreibt. Ein weiterer Produktionsstandort befindet sich in Reichenbach.

Der WOM Konzern entwickelt und produziert medizintechnische Geräte für die Anwendung in der minimalinvasiven Chirurgie und ist weltweit tätig. Das Geschäft ist eingeteilt in die Bereiche „Flow&Fluid“ und „Vision&Images“. Der zuerst genannte Bereich umfasst Pumpensysteme und Insufflatoren zur Ausdehnung von Körperhöhlen mittels Flüssigkeit oder Gas sowie Zubehörprodukte. Der Bereich „Vision& Images“ umfasst Produkte zur Visualisierung und Übertragung von Bildern und Diagnosedaten. Im Jahr 2011 erzielte die Gesellschaft den ganz überwiegenden Teil ihrer Umsätze – nämlich 83,2 % - im Bereich „Flow&Fluid“.

Die Gesellschaft ist hauptsächlich als so genannter OEM-Fertiger tätig. Die vom Unternehmen

gefertigten Produkte werden dabei von einer kleinen Anzahl Großkunden abgenommen, welche diese dann unter ihren eigenen Marken in den Handel bringen. Daneben unterhält die WOM noch einen Vertrieb über Fachhändler unter ihrer Eigenmarke „Lemke“. Ein direkter Kontakt zum Endkunden besteht auch in diesem Fall nicht.

Das Grundkapital der WOM betrug zum Bewertungsstichtag 9 Mio. EUR und war eingeteilt in dieselbe Anzahl nennwertloser Stückaktien, die auf den Inhaber lauteten. Die Aktien der Gesellschaft waren im regulierten Markt an der Frankfurter Wertpapierbörse notiert und zum Handel an allen deutschen Börsen zugelassen. Darüber hinaus erfolgt ein Handel im XETRA-System. Sie gehört dem DAX-Segment „All Pharma & Healthcare“ an.

Die Antragsgegnerin – eine Beteiligungsgesellschaft – hielt ab Anfang 2012 nach Übernahme der Anteile des Unternehmensgründers insgesamt 8.322.797 Stückaktien der WOM, was abzüglich derjenigen Aktien, die sich im Besitz der Gesellschaft selbst befanden, einem Anteil von 96,6 % des Grundkapitals entsprach. Am 13. Februar 2012 übermittelte sie dem Vorstand der WOM das Verlangen, einen so genannten Squeeze Out durchzuführen.

Die außerordentliche Hauptversammlung der WOM stimmte am 4. Juni 2012 der Übertragung der Anteile der Minderheitsaktionäre auf die Antragsgegnerin zu. Als Kompensation für diese Maßnahme setzte die Antragsgegnerin eine Barabfindung in Höhe von 12,72 EUR je Inhaberaktie fest. Bei der Ermittlung dieses Wertes bediente sich die Antragsgegnerin der Hilfe

Diese gelangte bei ihrer

Bewertung zu einem Ertragswert der WOM in Höhe von 11,26 EUR. Demgegenüber stand nach den Daten der BaFin ein durchschnittlicher Börsenkurs im Dreimonatszeitraum vor Bekanntgabe der Strukturmaßnahme von 12,72 EUR. Dieser Wert wurde in der Folge von der Bewertungsgutachterin als maßgeblich für die Höhe der zu zahlenden Abfindung erachtet. Die Angemessenheit der Abfindung wurde von der durch das Gericht bestellten Prüferin

bestätigt.

Der Ausschluss der Minderheitsaktionäre wurde am 27. Juli 2012 in das Handelsregister der WOM bei dem Amtsgericht Charlottenburg in Berlin eingetragen und am 31. Juli 2012 bekannt gemacht.

Die Antragsteller greifen die von der Antragsgegnerin festgelegte Kompensation als zu niedrig an und meinen, dass der Ertragswert der Gesellschaft den Börsenwert übersteigt.

Die Antragsteller vertreten die Auffassung, dass die von der Gesellschaft vorgelegte Planung offensichtlich zu „vorsichtig“ sei, wie der Vorstand auf der Hauptversammlung vom 4. Juni 2012 selbst eingeräumt habe. Für den „Megatrend“ der minimalinvasiven Chirurgie sei auch zukünftig ein hohes Wachstum der Erlöse zu erwarten.

Angesichts der zum Bewertungsstichtag für das erste Halbjahr 2012 erkennbaren Geschäftsentwicklung wären bereits für das Budgetjahr Umsatz- und Ertragsanpassungen in Höhe von 56 Mio. € beziehungsweise 8,5 bis 9 Mio. € geboten gewesen, was bereits allein zu einem 25 % erhöhten Abfindungswert geführt hätte. Auch sei der Detailplanungszeitraum zu kurz. Zur Beurteilung der zukünftigen Profitabilität des Unternehmens könne wegen der Finanzkrise nicht auf die Daten der Jahre 2008/2009 zurückgegriffen werden.

Die Planung sei fehlerhaft, soweit Thesaurierungen den Aktionären nicht fiktiv zugerechnet würden. Weitere unplausible Punkte betrafen die Höhe der vorgesehenen Liquiditätsreserve sowie die stark ansteigenden Abschreibungen, vor allem im Zeitraum der ewigen Rente.

Weiter führen sie aus, der Bewertung sei ein überhöhter Risikozuschlag zugrunde gelegt worden. Es müsse mit maximal 2 % gerechnet werden. Eine Studie der Deutschen Bank zeige, dass die Rendite von Anleihen in verschiedenen Zeiträumen seit 1962 regelmäßig diejenige von Aktien überstiegen habe, so dass eine Marktrisikoprämie von mehr als 4 % nicht zu rechtfertigen sei.

Ferner sei der originäre Betafaktor der WOM heranzuziehen, welcher mit 0,6 geschätzt werde. Das Branchenbeta für den Pharmabereich liege sogar noch darunter bei 0,44. Die für die Bewertung herangezogene Peer Group sei mit zwei Unternehmen, die zudem im Ausland ansässig seien, zu klein. Die fraglichen Unternehmen seien mit der WOM auch nicht hinreichend vergleichbar. Soweit man sie für vergleichbar halte, müsse sich WOM aber am wesentlich höheren EBIT von Stryker messen lassen, welches oberhalb von 20 % liege.

Ferner müsse der Wachstumsabschlag an der Inflationsrate gemessen und bei dem prosperierenden Geschäftsmodell der WOM auf mindestens 1,5 % bis 2 % angehoben werden, um der Besonderheit dieser Gesellschaft gerecht zu werden.

Schließlich fehle es an der Ermittlung des Liquidationswerts des Unternehmens.

Die Antragsteller beantragen,

die Barabfindung höher festzusetzen.

Die Antragsgegnerin beantragt,

die Anträge zurückzuweisen.

Die Antragsgegnerin macht geltend, dass die Planung angesichts der für den Zeitraum 2013 bis 2016 vorgesehenen Wachstumsraten nicht als zu negativ angesehen werden könne. Hierbei müsse die besondere Marktsituation der Gesellschaft berücksichtigt werden, in der Preiserhöhungen gegenüber den auf der Nachfrageseite vorhandenen Großkunden nur schwer durchzusetzen seien. Dies liege vor allem darin begründet, dass diese über eigene Entwicklungsabteilungen verfügten und damit grundsätzlich in der Lage seien, die von der WOM bezogenen Produkte durch Eigenentwicklungen zu ersetzen. Wachstum könne daher ausschließlich über die Menge realisiert werden, wobei die beschränkten Fertigungskapazitäten der Gesellschaft hier Grenzen setzten. Die Problematik zeige sich auch im angenommenen Absinken des EBIT für das Jahr 2013, da einem bedeutenden Großkunden im Zuge der Umstellung auf eine neue Gerätegeneration Preisnachlässe auf das Vorgängermodell hätten gewährt werden müssen.

Der in der Planung vorgesehene Anstieg der Kosten für Forschungs- und Entwicklung sei darauf zurückzuführen, dass künftig von einer Verkürzung der Produktlebenszyklen bei der Weiterentwicklung bestehender Baureihen auszugehen sei.

Die Antragsgegnerin verweist weiter auf den Umstand, dass der Gründer Wiest im Jahr 2012 für das von ihm veräußerte Aktienpaket lediglich einen 8,50 € je Stückaktie entsprechenden Verkaufspreis habe erzielen können, wobei in diesem Betrag bereits ein Paketzuschlag enthalten gewesen sei.

Wegen der weiteren Einzelheiten des Vorbringens der Beteiligten wird auf die zu den Akten gereichten Schriftsätze nebst Anlagen Bezug genommen.

Die Kammer hat am 30. Mai 2017 zunächst die Barabfindungsprüferin im Rahmen einer mündlichen Verhandlung ergänzend angehört. Auf das Sitzungsprotokoll wird verwiesen.

Die Kammer hat im Anschluss Beweis erhoben durch Einholung eines schriftlichen Sachverständigengutachtens

Wegen des Beweisthemas wird auf den Beschluss vom 14. Juli 2014, wegen des Ergebnisses der Beweisaufnahme auf das Gutachten vom 22. Dezember 2017 und das Ergänzungsgutachten vom 26. Juli 2019 Bezug genommen.

Sowohl die Antragsteller als auch die Antragsgegnerin haben zu den Ausführungen des Sachverständigen umfassend Stellung genommen. Von Seiten der Antragsteller wird eine weitere Erhöhung des Ertragswerts gefordert, da die der Bewertung zugrunde gelegte Planung vom Sachverständigen selbst als vorsichtig bezeichnet worden sei. Hierbei sei auch der Umstand zu berücksichtigen, dass die Vergleichsunternehmen deutlich höhere Ertragsmargen erwirtschafteten.

Die Antragsgegnerin hält die Anhebung des Ertragswerts durch den Sachverständigen für nicht gerechtfertigt. Insbesondere sei die Einfügung einer deutlich werterhöhenden Konvergenzphase nach dem Jahr 2016 fehlerhaft, da ein weiteres organisches Wachstum nach diesem Zeitpunkt wegen der Auslastung der Fertigungskapazitäten nicht möglich sei. Ebenso unzutreffend sei die Erweiterung der Peer Group, da die von identifizierten Unternehmen Stryker und CONMED am besten mit der WOM vergleichbar seien. Zudem sei das Unternehmen Boston Scientific in eine Vielzahl von Rechtsstreitigkeiten verwickelt und eigne sich daher nicht zur Aufnahme in die Vergleichsgruppe.

Die Kammer hat die Einwendungen zum Anlass zu einer ergänzenden Anhörung des Sachverständigen am 26. April 2022 genommen. Wegen der Einzelheiten wird auch hier auf das entsprechende Sitzungsprotokoll verwiesen.

II.

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

1. Die Anträge sämtlicher zurzeit am Verfahren beteiligter Antragsteller sind innerhalb der Antragsfrist des § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG bis zum 31. Oktober 2012 (drei Monate nach Bekanntmachung der verfahrensgegenständlichen Strukturmaßnahme durch das Registergericht) bei Gericht eingegangen sind. Soweit die gerichtlichen Eingangsstempel auf einem nach diesem Tag liegenden Datum lauten, sind die jeweiligen Antragsschriften vorab per Telefax eingereicht wor-



den.

2. Soweit die Antragsgegnerin die Antragsberechtigung der Antragsteller zum Teil in Zweifel gezogen hat, haben diese zum ganz überwiegenden Teil im Nachgang Bankbescheinigungen des Inhalts eingereicht, dass sie bei Eintragung des Übertragungsbeschlusses in das Handelsregister der WOM AG deren Anteilsinhaber gewesen sind.

Soweit dies nicht innerhalb der Antragsfrist geschehen ist, war dies unschädlich, da – neben den anderen nach § 4 Absatz 2 Satz 2 SpruchG erforderlichen Angaben – im Antrag die Mitteilung ausreicht, im maßgeblichen Zeitpunkt Aktionär beziehungsweise Aktionärin der Gesellschaft 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.).

3. Gemäß § 3 Satz 3 SpruchG ist der Antragsteller verpflichtet, seine Aktionärsstellung in einer Aktiengesellschaft durch Vorlage von Urkunden nachzuweisen, sofern der Antragsgegner die dargelegte Antragsberechtigung bestreitet. Der Nachweis kann entsprechend den Gesetzesmaterialien erfolgen durch Vorlage von Depotauszügen oder von effektiven Aktienstücken. Die zuletzt genannte Form des Nachweises spielt in der Praxis allerdings keine Rolle. Der Nachweis kann zudem auch durch Vorlage einer schriftlichen Bestätigung der verwahrenden Bank über den Aktienbestand (Depotbescheinigung) erbracht werden (vgl. Klöcker/Wittgens in Schmidt, K./Lutter, AktG, 4. Aufl., § 3 SpruchG, Rn. 30)

Grundsätzlich ist auch die Vorlage einer Ausbuchungsbestätigung so lange unbedenklich, wie

die Aktionärsstellung eines Antragstellers nicht in Zweifel gezogen wird. Vorliegend hat die Antragsgegnerin lediglich die im Zeitpunkt der Antragsabweisung vollständig fehlende Nachweise gerügt. Damit waren auch diejenigen Aktionärsnachweise als ausreichend anzusehen, welche sich auf die Depotausbuchung der Aktien der Antragsteller beschränkten oder lediglich als Kopien von Bankbescheinigungen zu den Akten gereicht worden sind.

5. Allein der Antragsteller zu 17) hat trotz des ausdrücklichen Bestreitens seiner (ehemaligen) Aktionärsstellung durch die Antragsgegnerin keinerlei gegenteiligen Nachweis eingereicht, so dass sein Antrag als unzulässig zu verwerfen war.

## **B. Begründetheit der Anträge**

Die – damit zulässigen - Spruchverfahrensanträge aller sonstigen Antragsteller erwiesen sich in der Sache als begründet.

Der den Antragstellern beziehungsweise den ehemaligen Minderheitsaktionären der World of Medicine AG von der Antragsgegnerin gemäß § 327b AktG gezahlte Betrag von 12,72 EUR je Stückaktie war nicht (mehr) als angemessen anzusehen. Es war nicht ersichtlich, dass eine Kompensation in der von der Antragsgegnerin festgesetzten Höhe eine unter Berücksichtigung verfassungsmäßiger Grundsätze hinreichende Entschädigung für den Verlust des Aktieneigentums der Minderheitsaktionäre bildet. Die von der Antragsgegnerin geschuldete Abfindung war daher vor dem Hintergrund der von der Kammer durchgeführten Beweisaufnahme um 1,59 EUR je Stückaktie auf einen Betrag von insgesamt 14,31 EUR zu erhöhen.

### **1. Verfahrensanträge**

Den Anträgen auf umfassende Herausgabe von Unterlagen durch die Antragsgegnerin beziehungsweise die Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin war 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.

## **2. Grundlagen der Abfindung nach § 327b AktG**

a) Gemäß § 327b AktG legt der Hauptaktionär, der eine Beschlussfassung über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre herbeiführen will, die Höhe der Barabfindung fest, welche die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt des Hauptversammlungsbeschlusses berücksichtigen muss. § 327f AktG gibt vor, dass die Höhe der Abfindung angemessen zu sein hat, wobei dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft werden muss, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist. Sie muss also dem vollen Wert der Beteiligung entsprechen. Hierfür ist der Grenzpreis zu ermitteln, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann.

b) Unangemessen ist die angebotene Abfindung, wenn sie den ausscheidenden Aktionären keine volle Entschädigung für den Verlust ihres Aktieneigentums bietet. Die angebotene Abfindung muss deshalb dem Verkehrswert entsprechen (BVerfGE 100, 289 „DAT/Altana“). Der Verkehrswert des Aktieneigentums ist vom Gericht im Wege der Schätzung entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO zu ermitteln (vgl. BGHZ 147, 108 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

Als Grundlage für diese Schätzung stehen dem Gericht fundamentalanalytische Wertermittlungsmethoden wie das Ertragswertverfahren ebenso zur Verfügung wie marktorientierte Methoden, etwa eine Orientierung an Börsenkursen. Das (Verfassungs-) Recht gibt keine bestimmte Wertermittlungsmethode vor (vgl. BVerfG NZG 2011, 86 -Telekom/T-Online; BVerfGE 100, 289 -DAT/Altana; OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17. Oktober 2011, 20 W 7/11, BeckRS 2011, 24586; OLG Stuttgart, Beschluss vom 20. August 2018, 20 W 2/13, BeckRS 2018, 26698 m.w.N.). Die mit den unterschiedlichen

Methoden ermittelten rechnerischen Ergebnisse geben aber nicht unmittelbar den Verkehrswert des Unternehmens bzw. den auf die einzelne Aktie bezogenen Wert der Beteiligung daran wieder, sondern bieten lediglich einen Anhaltspunkt für die Schätzung des Verkehrswerts entsprechend § 287 Abs. 2 ZPO.

c) Daher ist der Forderung, im Rahmen des Spruchverfahrens müsse die Richtigkeit und nicht lediglich die Vertretbarkeit der Wertbemessung festgestellt werden (so etwa Lochner, AG 2011, 692, 693 f.), nicht zu folgen. Denn mit dieser eingeforderten Richtigkeitskontrolle wird etwas letztlich Unmögliches verlangt. Einen wahren, allein richtigen Unternehmenswert, vor allem auch nach der hier von den Antragstellern und der Antragsgegnerin zugrunde gelegten Ertragswertmethode, gibt es bereits deshalb nicht, weil dieser von den zukünftigen Erträgen der Gesellschaft sowie einem in die Zukunft gerichteten Kapitalisierungszins abhängig ist und die zukünftige Entwicklung nicht mit Sicherheit vorhersehbar ist. Entsprechend führen die zahlreichen prognostischen Schätzungen und methodischen Einzelentscheidungen, die Grundlage jeder Unternehmensbewertung sind und zwingend sein müssen, im Ergebnis dazu, dass die Wertermittlung insgesamt keinem Richtigkeits-, sondern nur einem Vertretbarkeitsurteil zugänglich ist (vgl. OLG Stuttgart, Beschluss vom 8. Juli 2011, 20 W 14/08, AG 2011, 795).

Soweit gleichwohl in manchen - auch verfassungsgerichtlichen Entscheidungen (vgl. BVerfG Beschluss vom 24. Mai 2012, 1 BvR 3221/10, BeckRS 2012, 55224) von dem „richtigen“, „wahren“ oder „wirklichen Wert“ der Beteiligung die Rede ist, ist dies im Sinne einer Wertspanne zu verstehen, weil weder verfassungsrechtlich noch höchstrichterlich etwas gefordert wird, was tatsächlich unmöglich ist, nämlich einen einzelnen Unternehmenswert als allein zutreffend zu identifizieren. Dies wird in der vorgenannten Entscheidung auch dadurch zum Ausdruck gebracht, dass die Begriffe auch dort in Anführungszeichen gesetzt sind und mithin in modalisierender Funktion verwendet werden.

Es ist nämlich zu berücksichtigen, dass es einen exakten, einzig richtigen Wert eines Unternehmens - unabhängig von der zugrunde gelegten Bewertungsmethode - nicht geben kann (BGH, Beschluss vom 29. September 2015, II ZB 23/14, Rn. 36; OLG München, Beschluss vom 16. Oktober 2018, 31 Wx 415/16). Jede in die Zukunft gerichtete Prognose beinhaltet naturgemäß gewisse Unsicherheiten, die auch im Hinblick auf das Gebot des effektiven Rechtsschutzes hinzunehmen sind. Es muss dementsprechend eine gewisse Bandbreite von Werten als (noch) angemessen angesehen werden und eine höhere Barabfindung kann erst dann angenommen werden, wenn eine gewisse Grenze überschritten ist. Das Gericht ist in diesem Zusammenhang ins-

besondere auch nicht gehalten, nach dem Meistbegünstigungsprinzip die Bewertungsmethode oder innerhalb einer Bewertungsmethode die Parameter anzusetzen, die für die Antragsteller die größtmögliche Abfindung ergeben, etwa um auf diese Weise auszugleichen, dass die Antragsgegnerin im Zweifel eher einen niedrigeren als eine höhere Abfindungszahlung anbietet. Die Antragsteller haben Anspruch auf eine angemessene, der Beteiligung am wirklichen Unternehmenswert entsprechende Abfindung, nicht aber auf eine möglichst hohe Abfindung (vgl. auch OLG München, Beschluss vom 3. September 2019, 31 Wx 358/16, Tz. 32 zitiert nach juris).

Jedoch führt die gerichtliche Überprüfung stets im Ergebnis zu einer eigenen Schätzung des Gerichts, die sich nicht lediglich auf die Untersuchung der Vertretbarkeit der bei der Wertermittlung der Antragsgegnerin durch die Bewertungsgutachterin zur Anwendung gelangten, einzelnen Wertermittlungsmethoden und Einzelwerte zu beschränken hat, sondern insgesamt die Angemessenheit der gewährten Zahlung zu untersuchen hat (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 24. November 2011, 21 W 7/11).

### **3. Methodik der Wertermittlung**

a) Die Bewertungsgutachterin ; hat bei der Ermittlung des Unternehmenswerts der World of Medicine AG zunächst die Ertragswertmethode angewendet. Dies 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). Nach dieser Methode 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. grundlegend Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 3. Aufl., S. 17; Matthes/Graf von Maldeghem, BKR 2003, 531, 533).

b) Bei Ertragswertgutachten ist - worauf oben bereits hingewiesen wurde - regelmäßig zu berücksichtigen, dass sie nach den zu Grunde liegenden Erkenntnismöglichkeiten nicht in der Lage sein können, mathematisch 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 allerdings um solche Vorgehensweisen handeln, die in der betriebswirtschaftlichen Lehre weitgehend anerkannt und akzeptiert sind und für die mehr Argumente 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 somit 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 von dem richterlichen Schätzungsermessen auch in der Weise Gebrauch gemacht werden, dass trotz nicht vollständig geklärter betriebswirtschaftlicher Fragestellungen von der Einholung von Ergänzungsgutachten abgesehen wird (vgl. BayObLG, NZG 2006, 156, 157).

d) Da mit dem Ertragswertverfahren ein so genannter objektivierter Unternehmenswert ermittelt wird, gilt die so genannte Stand-Along-Prämisse. Dies bedeutet, dass die Bewertung des Unternehmens auf der am Bewertungsstichtag vorhandenen Ertragskraft aufzubauen hat und zukünftig möglicher Eingriffe wie Neuinvestitionen, Desinvestitionen oder Umstrukturierungsmaßnahmen sowie die daraus resultierenden finanziellen Überschüsse nur zu berücksichtigen sind, soweit hierfür Bewertungsstichtag bereits konkrete Maßnahmen eingeleitet waren.

e) Die Unternehmensbewertung ist zeitbezogen, so dass die Wirtschaftskraft und damit der Unternehmenswert zu einem bestimmten Stichtag zu ermitteln sind. Die Vorschrift des § 327b Abs. 1 Satz 1 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 Voraussetzungen 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 Übrigen muss die künftige Entwicklung grundsätzlich unbeachtet bleiben, da der zu bestimmende Unternehmenswert dem Preis entsprechen soll, den ein Erwerber zum Bewertungsstichtag zahlen würde beziehungsweise gezahlt hätte (vgl. LG Nürnberg-Fürth, NZG 2000, 89, 90).

Zwar können spätere Entwicklungen Anlass geben, die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Prognosen zu überprüfen (vgl. OLG Stuttgart, AG 2007, 596). 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.

Die Kammer hält es jedoch regelmäßig für geboten, die Entwicklung der Ertragslage in den dem Bewertungsstichtag unmittelbar nachfolgenden Zeiträumen zu untersuchen, da insoweit die Annahme gerechtfertigt sein dürfte, dass diese bereits in der Wurzel angelegt war. Allerdings ist in jedem Fall kritisch zu hinterfragen, ob (nachträglich) festgestellte Abweichungen zu dem Schluss führen können, dass die Unternehmensplanung insgesamt oder in einzelnen Punkten nicht plausibel ist.

#### **4. Erneute Begutachtung**

Die Konzeption des SpruchG geht zwar im Ansatz davon aus, dass dem Spruchgericht durch das von der Antragsgegnerseite regelmäßig eingeholte Bewertungsgutachten und dessen Überprüfung durch die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin eine ausreichende Informationsgrundlage besitzen kann, um über die Angemessenheit der gewährten Abfindung zu entscheiden. Dies ist aber vom jeweiligen Einzelfall abhängig und nicht schematisch zu handhaben.

a) Lediglich der Umstand, dass Prognosen zur zukünftigen Entwicklung eines Unternehmens stets kritisch hinterfragt werden können, führt daher nicht dazu, dass ein Spruchgericht gehalten wäre, regelmäßig eine möglichst große Anzahl an sachverständigen Einschätzungen zu sämtlichen Aspekten der Bewertung heranzuziehen, um sich ein Bild über die mögliche Wertbandbreite zu verschaffen. Soweit die vorliegenden Gutachten und Ergänzungen nach einer anerkannten

Methode erstellt worden sind und keine erkennbaren Fehler enthalten oder ersichtlich unvollständig sind, führt eine weitere Begutachtung regelmäßig zu keinem erheblichen Erkenntnisgewinn, sondern allenfalls zu einer weiteren, gleichfalls vertretbaren Sichtweise.

b) Nach der gesetzlichen Konzeption des Spruchverfahrens kann zwar zunächst auf ergänzende Stellungnahmen des gerichtlich bestellten Prüfers und auf seine mündliche Anhörung gemäß § 7 Abs. 6 und § 8 Abs. 2 SpruchG zurückgegriffen werden. Ein gerichtliches Sachverständigen-gutachten, welches bereits aufgrund der Tatsache, dass sich ein gerichtlicher Sachverständiger von Grund auf neu in einen komplexen Sachverhalt einarbeiten müsste, zu einer deutlich längeren Verfahrensdauer und deutlich höheren Kosten führen würde, muss vor dem Hintergrund des in § 17 Abs. 1 SpruchG in Verbindung mit § 26 FamFG normierten Amtsermittlungsgrundsatzes nur dann eingeholt werden, wenn gleichwohl weiterer Aufklärungsbedarf besteht und weitere Klärung durch das Sachverständigen-gutachten zu erwarten ist (vgl. OLG München, Beschluss vom 26.06.2018 - 31 Wx 382/15, AG 2014, 453, 454; OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.8.2012 - 21 W 14/11 Rn. 36 ff. nach juris m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 26.01.2017 - 21 W 75/15, Rn. 40 nach juris; Dreier/Fritzsche/ Verfürth/Schulenberg, SpruchG, 2. Aufl., § 7 Rn. 62 ff).

c) Im vorliegenden Verfahren war zwar keine vollständige Neubewertung der WOM AG durchzuführen, allerdings bedurfte es der Einholung eines Sachverständigen-gutachtens zu einzelnen Aspekten der Bewertung. Insbesondere das Gutachten der Barabfindungsprüferin war in der Gesamtschau mit den Ausführungen der Prüferin im Rahmen der von der Kammer durchgeführten Anhörung nicht geeignet, eine ausreichende Grundlage für die gerichtliche Schätzung des Unternehmenswerts gemäß § 287 Abs. 2 ZPO zu bilden.

Nach der gesetzlichen Vorgabe in § 8 Abs. 2 SpruchG wird die volle Entschädigung der außenstehenden Aktionäre zwar vorrangig dadurch sichergestellt, dass die Strukturmaßnahme von dem sachverständigen Prüfer geprüft wird, der sich insbesondere dazu zu erklären hat, ob die vorgeschlagenen Kompensationen angemessen sind. Dadurch sollen nachfolgende Spruchverfahren entlastet und zeit- und kostenaufwändige „flächendeckende“ Gesamtgutachten von Sachverständigen vermieden werden (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 11. Mai 2015, ZIP 2015, 1336 ff. mit Hinweis auf BT-Drs. 15/371 S. 12, 14; Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., § 293c Rn. 2 und § 8 SpruchG Rn. 1). Der Schutz der außenstehenden Aktionäre gebietet es nämlich grundsätzlich nicht, im Spruchverfahren neben dem sachverständigen Prüfer einen weiteren gerichtlichen Sachverständigen hinzuzuziehen (vgl. OLG Düsseldorf Beschluss vom 25. Mai 2016, 26 W 2/15, BeckRS 2016, 21367).



Gelangt das Gericht daher auf Grundlage des Berichts sowie der Anhörung des sachverständigen Prüfers und gegebenenfalls auf Grund eigener Sachkunde zu der Überzeugung, dass das Bewertungsgutachten auf anerkannten und gebräuchlichen Methoden beruht und diese zutreffend angewandt wurden, besteht regelmäßig kein Anlass für die Einholung eines gerichtlichen Sachverständigengutachtens (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 9. Mai 2022, I-26 W 3/21 (Akte), Tz. 30 zitiert nach juris).

d) Allerdings schließt die gesetzliche Grundentscheidung die Einholung eines Sachverständigengutachtens auch nicht aus. Das Prüfgutachten von [redacted] erweckte bereits auf den ersten Blick den Eindruck, dass in weiten Teilen nur eine oberflächliche Auseinandersetzung mit dem Bewertungsfall und dem Gutachten von [redacted] stattgefunden hat, welches im Wesentlichen ohne eigene Erwägungen zitiert wird. Widersprüchlich waren sodann die Ausführungen zur ewigen Rente, wobei die Prüferin offensichtlich eine nur unzureichende Abbildung des zum Ende der Detailplanungsphase vorhandenen Wachstum von Umsätzen und Ergebnissen der Gesellschaft gesehen, dies aber nicht in ihrem Bewertungsmodell abgebildet hat. Auch die Anhörung der Prüferin hat insoweit keine ausreichenden Erkenntnisse gebracht.

Vor diesem Hintergrund war die Kammer zur hinreichenden Aufklärung des Sachverhalts nicht nur nicht gehindert, sondern vielmehr gehalten, ein eigenständiges gerichtliches Gutachten einzuholen, um sich eine hinreichende Schätzgrundlage im Sinne des § 287 ZPO zu verschaffen.

## **5. Unternehmensplanung der World of Medicine AG**

Im Rahmen der konkreten Unternehmensplanung – regelmäßig für die Detailplanungsphase – gilt für die Tatsachenermittlung im Spruchverfahren, dass es sich für die Gerichte grundsätzlich verbietet, eigenständig 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 den 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 anneh-

men, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder eines durch das Gericht beauftragten Sachverständigen 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 wie auch für negative Abweichungen.

#### **a) Detailplanung allgemein**

Die WOM war im Bewertungszeitpunkt im Wesentlichen als reiner Zulieferer für minimalinvasive chirurgische Geräte tätig, da die unter der Marke „Lemke“ getätigten Verkäufe an Endkunden im Unternehmensergebnis keine erhebliche Rolle gespielt haben. Eine Ausweitung dieses Eigengeschäfts war vom Unternehmen nicht geplant, so dass die entsprechenden Umsätze weitgehend vernachlässigt werden konnten.

In den Jahren 2009 bis 2011 stellten Insufflatoren und Pumpen sowie die dazugehörigen Verbrauchsteile (Schlauchsets) die wichtigsten Produkte der WOM dar. Die dem Geschäftsbereich „Vision & Images“ zuzurechnenden Kameraprojekte bildeten dagegen einen deutlich kleineren Teil des Produktportfolios ab, wobei allerdings von 2010 auf 2011 nach einem vorherigen leichten Rückgang deutlich steigende Umsätze zu verzeichnen waren.

#### **aa) Planungssystematik**

Grundlage für die vorliegende Bewertung war die vom Aufsichtsrat der WOM AG am 9. Dezember 2011 verabschiedete Planung für die Geschäftsjahre 2012 bis 2016, wobei für das Jahr 2012 eine Budgetplanung und für den Folgezeitraum eine Mehrjahresplanung erstellt worden ist.

Die Planung wurde im Rahmen des gewöhnlichen Planungsprozesses der Gesellschaft im Zeitraum von August bis November 2011 erstellt, wobei der Ausgangspunkt für die Planung des Budgetjahres Erkenntnisse der Marketing-Abteilung beziehungsweise des Vertriebs aus dem sogenannten „Forecast II“ für das Jahr 2011 waren. Die durch den Vertrieb vorgenommene Umsatzplanung wurde dann im September/Oktober 2011 nach einer Überprüfung durch den Vorstand und die Abteilungsleiter des Unternehmens um die Kosten-, Personal- und Investitionsplanung ergänzt. Die parallel zur Projektion des Budgetjahrs erstellte Mehrjahresplanung beruhte im Wesentlichen auf den Prognosen für die Abnahme von Produkten durch die OEM-Kunden, wobei für neu einzuführende Produkte ein „Lauch-Plan“ bis zum Jahr 2016 vorlag. Insoweit war aber je-

weils keine Ausweitung des Portfolios der Gesellschaft vorgesehen, sondern die Ersetzung von bestehenden Produkten durch Weiterentwicklungen mit einer entsprechenden Abnahme des Geschäfts mit den zum Planungszeitpunkt vorhandenen Bestandsprodukten.

Soweit die Bewertungsgutachterin zu einzelnen konkreten Punkten der Bewertung – so zur Einräumung eines Rabatts an den Kunden Stryker sowie die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung zwischen Euro und US-Dollar – bestimmte Annahmen getroffen hat, konnte dies nicht dazu führen, dass die Planung nicht mehr als eine solche der Gesellschaft anzusehen war.

Die Bewertungsgutachterin hat zu den genannten Punkten nicht Annahmen des Vorstands der Gesellschaft durch eigene Prognosen ersetzt, was unzulässig gewesen wäre, sondern Tatsachen verarbeitet, welche erst nach Beendigung der Planungsarbeiten durch die Gesellschaft bekannt geworden sind. Da der Abfindung diejenigen Ertragsaussichten zugrunde zu legen sind, die sich zum Bewertungsstichtag ergeben, war deren Berücksichtigung geboten, da sonst das Stichtagsprinzip verletzt worden wäre.

#### bb) Länge der Detailplanungsphase

Die Länge der Detailplanungsphase, welche die Jahre 2012 bis 2016 umfasst, war nicht zu beanstanden. Die Details der „näheren Phase“ sind im Rahmen einer Bewertung im Rahmen des Standards IDW S1 weder betriebswirtschaftlich vorgegeben noch rechtlich näher bestimmt. Vielmehr hängt deren Länge maßgeblich von den jeweiligen Umständen des konkreten Bewerungsfalles ab, wobei regelmäßig eine Länge zwischen drei und fünf Jahren zu beobachten ist. In Einzelfällen sind von der Rechtsprechung auch bereits Zeiträume von lediglich einem oder zwei Jahren akzeptiert worden (vgl. Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 9. Aufl., Rz. 428 m.w.N.). Da die Länge des Detailplanungszeitraums bei der Planung der WOM somit im „üblichen“ Rahmen lag, waren insoweit keine Änderungen angezeigt.

#### cc) Vergangenheitsanalyse

Die generelle Planungsqualität eines Unternehmens lässt sich typischerweise im Rahmen einer Vergangenheitsanalyse überprüfen. Insoweit kann festgestellt werden, ob eine regelmäßige Über- oder Unterschreitung der Planwerte durch die tatsächlichen Ergebnisse Rückschlüsse auf systematische Fehler im Prozessablauf oder bei der Einschätzung des Unternehmens im Marktumfeld durch die Planungsverantwortlichen zulässt. Entsprechend können die Ergebnisse

einer solchen Untersuchung auch einen ersten Anhaltspunkt für die Plausibilität der in die Zukunft gerichteten Planung liefern.

Im Fall der WOM war eine solche Analyse grundsätzlich möglich und sinnvoll, da die Gesellschaft auch in den Jahren vor dem Bewertungsstichtag ein identisches Geschäftsmodell verfolgt hat und aus diesem Grunde die Planungssystematik und vor allem die Profitabilitätsindikatoren miteinander vergleichbar sind.

Dies galt allerdings nur für das Unternehmen der Gesellschaft als solches, nicht aber für die allgemeinen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Diese waren in den Jahren 2009 bis 2010 durch die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise infolge des Zusammenbruchs des amerikanischen Immobilienmarkts im Jahr 2008 geprägt. Während die Wirtschaft in der Bundesrepublik im Jahr 2011 bereits wieder das Vorkrisenniveau erreicht hatte, war die wirtschaftliche Erholung in den USA als wichtigem Absatzmarkt trotz eines prognostizierten Wachstums der Volkswirtschaft immer noch von der vorangegangenen Rezession geprägt.

Trotz dieser eher ungünstigen Rahmenbedingungen war der Markt für medizinische Geräte in den USA zwischen den Jahren 2006 und 2011 um 16,3% pro Jahr gewachsen. Allerdings gingen Analysten für die Folgezeiträume sowohl für die USA als auch für Europa von einem weniger hohen Wachstum im einstelligen Prozentbereich aus, wobei die konkreten Prognosen allerdings deutlich divergierten und für Deutschland zwischen 8,5% p.a. und lediglich 2,9% p.a. lagen (vgl. Hauptgutachten Tz. 246 ff.).

Die von der Bewertungsgutachterin durchgeführte Analyse der Planungstreue für den Zeitraum der Jahre 2009 bis 2011 zeigt insbesondere für das Jahr 2009 die fortwirkenden Effekte der Finanzkrise, da die außergewöhnliche Investitionszurückhaltung der Kunden der Gesellschaft für eine umsatzseitige Planverfehlung von fast 20% geführt hat. Im Jahr 2010 wurde die Planung der Umsätze dann infolge von Nachholeffekten um 6,2% überschritten, während sich eine weitere Planüberschreitung im Jahr 2011 durch den unerwarteten Rückgriff eines Kunden auf die Produkte der Gesellschaft ergab. Zudem fielen geringere Vertriebskosten und nicht geplante Erträge aus Devisengeschäften an (vgl. Hauptgutachten Tz. 334 ff.).

Die entsprechenden Einmaleffekte sind durch die Bewertungsgutachterin bereinigt worden. Hierzu gehörten unter anderem auch die Auswirkungen der Übernahme der Welscher GmbH i.L., deren Produktionsstätte durch die WOM im Jahr 2011 noch nicht vollständig ausgelastet werden

konnte. Aufgrund der durchgeführten Bereinigungen steigt das operative Ergebnis der Gesellschaft um 17,7% im Jahr 2009 und um deutlich geringere 2,4% beziehungsweise 5,8% in den Jahren 2010 und 2011. Neben den vor identifizierten Bereinigungspositionen hielt der gerichtliche Sachverständige nach einer eigenen Analyse die Vornahme weiterer Bereinigungen nicht für erforderlich.

Für das letzte Vergangenheitsjahr 2011 kündigten sich bei der Verabschiedung der für die Bewertung maßgeblichen Unternehmensplanung nach dem „Forecast II“ ein die Planung um 3,8% übersteigender Umsatz und ein um 6,1% höheres operatives Ergebnis an. Auch das Ist-Ergebnis der Monate Januar bis April 2012 lag nach den Berechnungen des Sachverständigen über den budgetierten Werten.

Zusammenfassend stellt der Sachverständige in Tz. 348 seines Gutachtens fest, dass die Überprüfung der Planungstreue keine Hinweise auf systematische Verzerrungen im Planungsprozess der Gesellschaft ergeben hat.

#### dd) Marktsituation

Die grundsätzliche Marktsituation für die WOM ändert sich gegenüber der Vergangenheit im Detailplanungszeitraum nicht. Wie oben bereits ausgeführt, wurde für den Bereich der Medizintechnik in den von der Gesellschaft bedienten Absatzmärkten ein weiteres Wachstum erwartet. Dieses wird zum einen durch die zunehmende Alterung der Bevölkerung und den damit ansteigenden Anteil der Kernzielgruppe für medizinische Dienstleistungen und insbesondere Anwendungen der minimalinvasiven Chirurgie getrieben. Zum anderen entwickelt sich auch die Technik in diesem Bereich weiter und führt durch die hierdurch verbesserten medizinischen Behandlungsmethoden zu einer steigenden Nachfrage nach den entsprechenden Produkten. Auf der anderen Seite steigt in den Krankenversorgungssystemen der entwickelten Länder der Kostendruck an, was bei dem Ziel einer Verringerung von medizinischen Eingriffen allerdings zur Folge hat, dass der Kostenvorteil von minimalinvasiven Verfahren stärker als bisher zum Tragen kommen könnte (vgl. Hauptgutachten Tz. 267). Darüber hinaus unterliegen minimalinvasive Produkte sowohl in den USA als auch in der EU einer staatlichen Regulierung mit einer Zulassungspflicht.

Der weltweite Branchenumsatz für minimalinvasive chirurgische Geräte sollte nach einer Studie des Marktforschungsunternehmens BCC Research zwischen 2010 und 2016 weltweit um 8,0% wachsen, wobei der wichtigste Absatzmarkt die USA bleiben, gefolgt von Europa. Nähere Analy-

sen der Marktentwicklung existierten über die genannten Studien hinaus allerdings nur für die USA. Der gerichtliche Sachverständige hat die Studiendaten für die Zwecke der Bewertung der WOM in den Tz. 275 ff. seines Hauptgutachtens näher aufbereitet. Die von der WOM mit den beiden Segmenten „Flow & Fluid“ sowie „Images & Vision“ bedienten Produktbereiche sollten für den US-Markt 2010 rund 19% und für das Jahr 2016 knapp 16% des gesamten Marktes für minimalinvasive chirurgische Geräte abdecken. Die Erwartungen des Umsatzwachstums lagen für diese Marktsegmente im fraglichen Zeitraum bei 5,5% beziehungsweise 3,3% pro Jahr.

Der deutsche Markt für Medizintechnik wies im Jahr 2012 eine geringe Anzahl von großen Anbietern auf und war im Übrigen mittelständisch geprägt. Das nationale Umfeld konnte für die weiteren Entwicklungsaussichten der Gesellschaft allerdings nur eine begrenzte Rolle spielen, da die Ausrichtung der WOM aufgrund ihrer Kundenbasis eher international war und sie damit nicht nur mit anderen deutschen Anbietern konkurriert.

Die Marktstellung der Gesellschaft war und ist jedoch nicht nur durch die allgemeine Marktsituation geprägt, da sie nicht nur im Wettbewerb mit anderen OEM-Zulieferern beziehungsweise Komplettanbietern steht, sondern darüber hinaus auch mit den eigenen Entwicklungsabteilungen ihrer Abnehmer konkurriert. Da der Anteil der OEM-Fertigung nach der Planung zwischen 2011 und 2016 um fast 10 Prozentpunkte ausgebaut werden soll, spielt dieser Aspekt eine nicht unwesentliche Rolle bei der Beurteilung der künftigen Marktpositionierung und Entwicklungschancen der WOM.

Auf der anderen Seite kann die WOM auf ein etabliertes Produktportfolio und einen langjährigen Kundenstamm zurückgreifen und die Markteintrittsbarrieren für potenzielle neue Mitbewerber sind nicht zu unterschätzen, da – abgesehen von einer reinen Lohnfertigung – die Forschungs- und Entwicklungskosten für neue Produkte hoch sind und diese darüber hinaus im Bereich chirurgischer Anwendungen einer strikten staatlichen Produktzulassung und -überwachung unterliegen.

Vor diesem Hintergrund betonen sowohl die Antragsgegnerin als auch die Gesellschaft selbst, dass nicht so sehr die Gefahr besteht, dass ein anderes Drittunternehmen für die Großkunden die OEM-Fertigung übernimmt, sondern eher in Eigenentwicklungen der Kunden, welche die von der WOM bezogenen Produkte ersetzen könnten.

Der gerichtliche Sachverständige hat in Tz. 297 seines Hauptgutachtens eine umfassende Analy-

se der Stärken und Schwächen des Geschäftsmodells der Gesellschaft durchgeführt und in diesem Zusammenhang die zukünftigen Risiken und Chancen beurteilt. Hier finden sich in der Kategorie „Risiken“ zwar Hinweise auf steigende Konsolidierungs- und Konzentrationsprozesse im Markt sowie die Gefahr einer zunehmenden Marktsättigung. Eine zunehmende Konkurrenz durch die Abnehmer der WOM zählt der Sachverständige jedoch nicht zu den wesentlichen Einschränkungen, mit denen die Gesellschaft für die Zukunft rechnen muss. Schließlich müsste der jeweilige Kunde nicht nur eine eigene Fertigungslinie für die fraglichen Produkte bereits besitzen oder aufbauen, sondern auch in der Lage sein, diese in vergleichbarer Qualität zu einem günstigeren Preis herzustellen und weiterzuentwickeln. Hinzukommt, dass die WOM – und dies zählt der Sachverständige zu einer der Stärken ihres Angebots – nicht lediglich Produkte verkauft, sondern diese auch selbst zulässt, dokumentiert und Schulungen sowie Vor-Ort-Service anbietet, was ihr Angebot für ihre Abnehmer attraktiver macht als eine reine (Eigen-) Fertigung.

Nach alledem war plausibel, dass für die nahe Zukunft nach dem Bewertungsstichtag zwar ein weiteres Marktwachstum zu erwarten war, an welchem die Gesellschaft auch würde partizipieren können, jedoch keine so erheblichen Steigerungsraten für Umsatz und Erträge mehr zu erwarten waren wie in den Jahren unmittelbar vor und nach dem Stichtag.

## **b) Detailplanung im Einzelnen**

### **aa) Planungsprämissen**

Die Gesellschaft plante für den Zeitraum von 2012 bis 2016 neben einer Ausweitung der Umsätze mit ihrem bisherigen Produktportfolio und dessen Weiterentwicklungen zum einen den Eintritt in das Geschäft mit Produkten der minimalinvasiven Kardiothorax-Chirurgie, wobei die entsprechenden Geräte an einen im Zeitpunkt der Planerstellung noch nicht feststehenden Hersteller geliefert werden sollten. Zum anderen beabsichtigte sie – auch durch diese Maßnahme – ihre Kundenbasis zu verbreitern, um die Abhängigkeit von den beiden Großkunden Stryker Corp. und Smith & Nephews plc. zu verringern. Der Anteil der „sonstigen Kunden“ soll im Planungszeitraum von 37,7% auf 48,4% steigen.

Gleichzeitig sollen Teile der bislang an Lohnfertiger in Südostasien ausgelagerten Produktion von Schlauchsets in das Unternehmen integriert werden. Zu diesem Zweck plante die Gesellschaft innerhalb des Detailplanungszeitraums den Aufbau einer eigenen Reinraumfertigung am Standort Ludwigsburg. Dort sollen nach Abschluss dieser Maßnahme rund die Hälfte der bisher

verkauften Schlauchsets/Disposables hergestellt werden. Durch diese Maßnahme verspricht sich die Geschäftsleitung zum einen eine bessere Kontrolle über die erforderlichen Produktionsmengen und zum anderen neben der größeren Unabhängigkeit von Lieferanten eine Verbesserung der erzielbaren Margen. Weitere Investitionen sind geplant in den Anlagenpark der von der WOM übernommenen Welscher GmbH i.L. an deren Produktionsstandort für Kunststoffkomponenten in Reichenbach. In der Folge erreicht das Investitionsniveau im letzten Planjahr 2016 einen Höchststand von 4 Mio. €.

Weiterhin soll über den Planungszeitraum die Bedeutung des OEM-Kanals für die Umsätze der Gesellschaft zunehmen und zum Ende 2016 knapp etwa 86 % betragen, was einem Anstieg um fast 9 % entspricht. Im Übrigen sollen sich die Gewichte zwischen den einzelnen Geschäftsbereichen zwar langfristig zu Gunsten von „Vision&Images“ verschieben, eine wesentliche Änderung des Geschäftsmodells ist hiermit aber nicht verbunden, da auch 2016 noch fast 80 % der Umsätze mit dem Bereich „Flow&Fluid“ erzielt werden sollen.

#### bb) Einzelheiten der Planung der Gesellschaft

Der gerichtliche Sachverständige hat die der Bewertung zugrunde gelegte Planung der Gesellschaft im Einzelnen untersucht und diese zunächst unter Aufschlüsselung der Kostenpositionen referiert, ohne insoweit besondere Auffälligkeiten identifiziert zu haben oder in Bezug auf einzelne Positionen Änderungen für erforderlich zu halten.

Die Gesamtumsatzerlöse sollen gegenüber dem zum Bewertungsstichtag aktuellen Forecast II 2011, mit dem für das Jahr 2011 Umsätze von 42,946 Mio. EUR prognostiziert wurden, mit einer jährlichen Wachstumsrate von knapp 10 % bis über 12 % bis zum Jahr 2016 auf insgesamt 76,442 Mio. EUR ansteigen.

Zwar bleibt eine durchschnittliche Wachstumsrate in der genannten Höhe hinter derjenigen zurück, welche zwischen 2009 und 2011 zu beobachten war, als es zu einem durchschnittlichen jährlichen Umsatzwachstum von rund 20 % gekommen ist. Insoweit führt die Bewertungsgutachterin in Tz. 93 ihres Gutachtens aber - wie oben bereits angesprochen - nachvollziehbar aus, dass diese Umsatzentwicklung zum einen auf Nachholeffekten beruht hat, welche auf der Investitionszurückhaltung von Endabnehmern wie Krankenhäusern während der vorangegangenen Finanz- und Wirtschaftskrise beruht haben. Zum anderen war es der WOM im Jahr 2010 gelungen, einen Großkunden in den USA zu gewinnen, was gleichfalls zum verzeichneten überpropor-



tionalen Umsatzanstieg beigetragen hat. Insoweit zeigt auch das deutliche Auseinanderfallen der Planung der Umsatzerlöse und des Ergebnisses für das Jahr 2010, dass die zuletzt genannte Entwicklung von der Gesellschaft nicht antizipiert worden war. Vor diesem Hintergrund war nicht zu erwarten und auch nicht plausibel, dass sich das bis 2011 zu verzeichnende Wachstumstempo auch im Planungszeitraum mit derselben Dynamik fortsetzen würde.

Allerdings bewegt sich der Anstieg der Umsatzerlöse nach der Planung weiterhin oberhalb des allgemeinen Marktwachstums, sodass die Gesellschaft erwartet, überdurchschnittlich von den zunehmenden Umsätzen ihrer bestehenden Kunden zu profitieren und zugleich auch weiterhin neue Kunden hinzuzugewinnen.

Im Segment „Flow&Fluids“ sollen die zusätzlichen Umsätze im Wesentlichen durch die Einführung neuer Insufflatoren sowie durch eine Steigerung der Verkäufe von Verbrauchsmaterialien generiert werden. Diese sollen zum einen durch den allgemein wachsenden Absatz der von der Gesellschaft hergestellten Geräte sowie zum anderen durch den Umstand bedingt sein, dass zukünftige Gerätegenerationen nur noch mit den von der WOM selbst hergestellten Schlauchsets kompatibel sein werden.

Im Bereich „Vision&Images“ sind die steigenden Umsätze auf den Absatz von HD-Kameras zurückzuführen, die welche nach der Planung im Jahr 2014 durch eine Nachfolgeneration ersetzt werden sollen. Diese Umstellung führt nach den Erwartungen der Gesellschaft zu einem geringen Einbruch des Umsatzwachstums im Jahr 2015, da die gleichzeitige Marktpräsenz von neuer und alter Generation von Kameras zu vorübergehenden Kannibalisierungseffekten führt. Ähnliches gilt hinsichtlich der Einführung einer neuen Version des von der WOM hergestellten Gamma-Finders im Jahr 2015, weswegen für 2014 in diesem Produktbereich von einem stagnierenden Umsatz bei später erneut steigenden Umsätzen ausgegangen wird.

Für den Detailplanungszeitraum erwartet die Gesellschaft – einhergehend mit den steigenden Umsatzerlösen – auch einen Anstieg des Produktionsaufwands, insbesondere bei Rohstoff- und Personalkosten. Da der Vorstand im Rahmen der Planung allerdings nicht lediglich nur einen Personalzuwachs sowie einen Lohnanstieg, sondern auch einen Effizienzzuwachs bei den Mitarbeitern erwartet, sollen die Personalkosten nur unterproportional steigen, und zwar zwischen 2013 und 2016 um 8,2 % p.a. bei einer Steigerung der Umsätze um 10,8 %. Für den Verwaltungsbereich wird ein noch geringerer Anstieg von lediglich 5,6 % p.a. erwartet.

Der Materialaufwand wurde in der Planung zunächst ausgehend von den Werten des Jahres 2012 fortgeschrieben und in der Folge um erwartete spezifische Preissteigerungen sowie gegenläufige Einspareffekte aus einem Optimierungsprojekt und im Bereich Insourcing ergänzt (vgl. Darstellung im Hauptgutachten des gerichtlichen Sachverständigen, Tz. 398). Insgesamt erwartet die WOM einen leichten Anstieg der Herstellungskostenquote von 58,3 % als Ist-Wert des Jahres 2011 auf 59,8 % im Jahr 2016.

Die Forschungs- und Entwicklungskosten sollen proportional zu den Umsätzen wachsen, wobei in Tz. 160 des Bewertungsgutachtens anmerkt, das die bis zum Jahr 2016 anstehenden Projekte im Bewertungsstichtag bereits detailliert nach Kunden und Projektgruppen geplant gewesen sind. Da eine Vielzahl von Produkterneuerungen geplant sei, müssten auch die Entwicklungskosten ansteigen, um das angestrebte Umsatzwachstum zu ermöglichen. Dies umfasse auch die Einstellung weiterer Mitarbeiter im F&E-Bereich.

Die Planung der Gesellschaft für die Detailplanungsphase war insgesamt als plausibel anzusehen, wobei von Seiten der Antragsteller keine konkreten Einwendungen geltend gemacht worden sind, die geeignet gewesen wären, bestimmte Planannahmen in Zweifel zu ziehen. Da die Gesellschaft die für ihre Abnehmer hergestellten Produkte selbst entwickelt beziehungsweise fortentwickelt, war nachvollziehbar, dass die hiermit verbundenen Kosten mit steigenden Umsätzen gleichfalls zunehmen.

Darüber hinaus sollen sich neben den Umsätzen auch die operativen Margen des Geschäfts der WOM über den Planungszeitraum positiv entwickeln und die EBIT-Marge um 1 Prozentpunkt auf 17,7 % und die EBITDA-Marge um 1,4 % auf 13,7 % ansteigen.

In Ansehung des Geschäftsmodells der WOM war nicht ersichtlich, dass die Planung die Entwicklungsmöglichkeiten der Gesellschaft unterschätzen würde. Zwar mögen die Produkte der Gesellschaft zum Teil führend sein, auch von ihrer Qualität her, worauf von Seiten der Antragsteller hingewiesen wird. Die Planung geht allerdings auch davon aus, dass die zum Bewertungsstichtag bestehende Marktposition nicht nur gehalten, sondern leicht ausgebaut werden kann. Da diese wegen des fehlenden Endkundenkanals durch die Abnehmer der WOM geprägt ist, besteht insgesamt deutlich weniger Flexibilität, um etwa kurzfristig auf Marktentwicklungen zu reagieren und Änderungen im Produktportfolio vorzunehmen.

cc) Anpassungen durch die Bewertungsgutachterin

Die Bewertungsgutachterin hat die von der Gesellschaft für die Jahre 2012 bis 2016 erstellte Planung - vor dem Hintergrund dieser Analyse folgerichtig - mit zwei Ausnahmen unverändert übernommen.

Zum einen hat sie einen Rabatt berücksichtigt, welchen WOM ihrem Großkunden Stryker Anfang des Jahres 2012 wegen der Einführung einer neuen Pumpengeneration für die Abnahme älterer Geräte gewährt hat. Gegen diese – die Umsätze reduzierende Anpassung – war im Ergebnis nichts einzuwenden. Auch von Seiten der Antragsteller sind keine Argumente vorgebracht worden, welche gegen die Berücksichtigung dieses zwar im Zeitpunkt der Aufstellung der Planung noch nicht vorhersehbaren, im Bewertungsstichtag aber bekannten Umstandes hätten sprechen können.

Zum anderen hat sie die von WOM der Planung zugrunde gelegten Wechselkurse zwischen Euro und US-Dollar angepasst, da diese sich zwischenzeitlich geändert hatten. Anstelle des von der Gesellschaft Ende 2011 noch in Ansatz gebrachten Kurses von 1,45 \$/€ hat die Bewertungsgutachterin auf der Basis der von ihr bei Erstellung des Gutachtens ermittelten Forward-Rates ein Kursniveau von 1,32 bis 1,33 \$/€ ermittelt. Die Verwendung eines solchermaßen geänderten Kurses führte zu einer deutlichen Erhöhung der erwarteten Umsatzerlöse, wobei die Bewertungsgutachterin davon ausging, dass gegenläufig auch höhere Kosten für Herstellung und Vertrieb anfallen werden.

Im Ergebnis führen die Anpassungen dazu, dass sich die EBITDA- bzw. die EBIT-Marge im Budgetjahr um 2,0- bzw. um 2,2 %-Punkte erhöht und sich für die Jahre 2013 bis 2016 eine Erhöhung der EBITDA-Marge um bis zu 1,0 %-Punkte sowie der EBIT-Marge um bis zu 1,1 %-Punkte ergibt.

Der gerichtliche Sachverständige hält in Tz. 450 ff. seines Hauptgutachtens fest, dass das Wechselkursniveau zwischen US-Dollar und Euro zum Bewertungsstichtag weiter gesunken ist, und zwar auf einen (Kassa-) Wert von 1,24 \$/€. Bei einer unmittelbaren Übernahme dieses Werts für das Budgetjahr 2012 und dem Ansatz eines bis 2016 auf 1,27 \$/€ steigenden Kurses ergäben sich die aus der Tabelle in Tz. 452 ersichtlichen weiteren Erhöhungen der geplanten Umsatzerlöse sowie ein erneuter Anstieg der EBIT- und EBITDA-Margen.

Der Sachverständige hat trotz dieser Feststellungen allerdings von einer weiteren Anpassung

der Planung abgesehen und die vor verwendete Planung unverändert übernommen, da das sich hiernach ergebende Umsatz- und EBITDA-Niveau seiner Auffassung nach (noch) vertretbar plausibel war und daher Änderungen nicht zwingend angezeigt seien. Dies gelte insbesondere aufgrund des Umstandes, dass in Literatur und Bewertungspraxis intensiv diskutiert werde, welche Wechselkurse im Rahmen einer Unternehmensplanung anzusetzen seien (vgl. Ergänzungsgutachten Tz. 21).

Die Kammer schließt sich diesen Ausführungen des Sachverständigen an. Sowohl die Frage, welche Methode zur Wechselkursprognose verwendet werden sollte, als auch mögliche Ansätze für eine Plausibilitätsbeurteilung derartiger Prognosen sind innerhalb der Wirtschaftswissenschaften sehr umstritten (so auch zuletzt OLG Düsseldorf Beschluss vom 28.11.2022 – 26 W 4/21, BeckRS 2022, 38808, Rz. 114 ff. m.w.N.; OLG Frankfurt, Beschluss vom 13.09.2021 - 21 W 38/15, AG 2022, 83 ff). In der Praxis werden vor allem marktbasierende Prognosen in Form von laufzeitspezifischen Terminwechselkursen (sog. Terminkursmethode oder Forward-Rate-Methode oder die Kassakursmethode verwendet, bei der der stichtagsbezogene Kassawechselkurs (Spot Exchange Rate) für alle künftigen Wechselkurse fortgeschrieben wird. Lediglich „freihändig“ festgesetzte Wechselkursannahmen und Finanzanalystenschätzungen (sog. Expected Spot Rates) werden für die Prognose im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung mangels Nachprüfbarkeit kritisch gesehen (vgl. OLG Düsseldorf, a.a.O.). Eine solche freie Schätzung lag der durch die Bewertungsgutachterin angepassten Planung aber nicht zugrunde.

Nach den Vorgaben des IDW sind Eingriffe – auch – in die Wechselkursplanung des Managements des zu bewertenden Unternehmens im Detailplanungszeitraum durch den Wirtschaftsprüfer regelmäßig nur dann vorzunehmen, wenn diese gemäß den Maßstäben des IDW als nicht plausibel zu betrachten sind. Zwar sind dessen Vorgaben für Gerichte nicht bindend, andererseits entspricht die Beschränkung auf eine Plausibilitätskontrolle dem oben angesprochenen und von der Rechtsprechung allgemein akzeptierten Grundsatz des Primats der Verwendung der eigenen Planung der Gesellschaft. Dem ist gerecht geworden, indem die Bewertungsgutachterin die Höhe der in Ansatz gebrachten Wechselkurse angesichts der sinkenden Forward-Rates für nicht mehr plausibel gehalten und insoweit eine Korrektur vorgenommen hat. Dies kann aber nicht bedeuten, dass infolge dieser Plananpassung jederzeit weitere Änderungen an der Planung vorgenommen werden können, da sie im Punkt „Wechselkurse“ ohnehin nicht mehr den Vorgaben des Vorstands entspricht. Vielmehr ist den Ausführungen des Sachverständigen darin zu folgen, dass auch hinsichtlich weiterer Anpassungen wiederum das Kriterium der Plausibilität heranzuziehen ist. Soweit die von verwendeten Kurse noch innerhalb

der zum Bewertungsstichtag denkbaren Bandbreite lagen, war nicht ersichtlich, dass die Planung insgesamt die zukünftige Ertragskraft der WOM unterschätzen könnte.

Darüber hinaus hat der Sachverständige die von ihm festgestellte Veränderung der Wechselkursprognosen auch nicht ignoriert, wie einige Antragsteller behaupten, sondern in diesem Punkt lediglich eine Änderung der Detailplanung der WOM für nicht erforderlich gehalten, sie im Rahmen seiner Betrachtung der Rentenphase aber berücksichtigt.

#### **dd) Keine weitere Anpassung der Planung**

Es war auf der Grundlage der nachvollziehbaren Ausführungen des gerichtlichen Sachverständigen nicht ersichtlich, dass die vorliegende Planung unplausibel niedrige Ergebnisse der Gesellschaft prognostiziert und aus diesem Grunde nach oben angepasst werden müsste.

Er ist in Tz. 475 seines Hauptgutachtens zu dem Ergebnis gelangt, dass die von der Bewertungsgutachterin angepasste Umsatzplanung rechnerisch richtig ist und ihm keine Hinweise vorlägen, dass die Preis-Mengen-Gerüste und die weiteren Planansätze nicht in Übereinstimmung mit den von der Gesellschaft getroffenen Planannahmen stünden. Die einzelnen Planannahmen seien an sich – isoliert betrachtet – plausibel. Insgesamt werde eine kontinuierliche Ausweitung des Umsatzes geplant, wobei die Planannahmen auch in der Gesamtschau, vor dem Hintergrund der Analyse des Geschäftsmodells sowie des Markt- und Wettbewerbsumfelds der W.O.M. und im Vergleich zu den Peer Group-Unternehmen, plausibel seien. Dies gelte auch für die Kostenplanung sowie die – mit Ausnahme des Jahres 2013 – vorgesehene Erhöhung der EBIT- und EBITDA-Margen.

Soweit ein Absinken von EBIT- und EBITDA gegenüber den jeweiligen Vorjahren festzustellen sei, beruhe dies zum einen auf den unterschiedlichen Bezugsgrößen „Tatsächliches IST“ sowie „Bereinigtes IST“ sowie zum anderen – für das Jahr 2013 – auf der erstmaligen Erfassung des dem Großkunden Stryker gewährten Rabatts. Eine fehlende Plausibilität der Planansätze folge aus diesem Umstand nach Auffassung des Sachverständigen daher nicht.

Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat damit gerade nicht die Behauptung mehrerer Antragsteller bestätigen können, dass die Planung durch die Gesellschaft zu negativ beziehungsweise zurückhaltend war. Aus diesem Grunde war eine pauschale Anhebung der geplanten Ergebnisse neben den oben beschriebenen Anpassungen durch die Bewertungsgutachterin nicht

vorzunehmen.

Zwar findet das bilanzielle Vorsichtsprinzip 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. Gegebenenfalls ist eine mehrwertige Schätzung durchzuführen, um die konkret bestehenden Unsicherheiten zu dokumentieren.

Vor diesem Hintergrund war den Antragstellern darin Recht zu geben, dass bei einer Planung im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung nach IDW S1 grundsätzlich mittlere Erwartungswerte anzusetzen, damit in das Bewertungskalkül nicht sowohl im Zähler als auch im Nenner Risikoabschläge einfließen. Falls Ergebnisschmälerungen im Rahmen der Planungsstellung aber bereits absehbar sind, sind solche auch abzubilden, da als maßgebliche Planungsprämisse gerade nicht der bestmögliche Verlauf der weiteren Geschäftsentwicklung des Unternehmens anzunehmen ist.

Soweit im Hauptgutachten des gerichtlich bestellten Sachverständigen an mehreren Stellen das Attribut „vorsichtig“ verwendet wurde, hat er anlässlich seiner Anhörung durch die Kammer am 26. April 2022 ausdrücklich klargestellt, dass er nicht der Auffassung war, die der Ertragswertermittlung zugrunde gelegte Planung sei als „vorsichtig“ zu bezeichnen. Zwar hat er in seinem Hauptgutachten in Tz. 324 betont, dass die Ende 2011 vorliegende Planung „vorsichtiger“ sei als diejenige des Vorjahres, obwohl die Ergebnisse des Budgetjahres 2011 nach den im Zeitpunkt der Planerstellung vorliegenden Daten überschritten werden sollten. Dennoch hat er diese Feststellung nicht zum Anlass genommen, die Angemessenheit der Planung grundsätzlich in Zweifel zu ziehen.

Dies galt auch unter Prämisse, dass die Planung - in 2011 offensichtlich noch vor ihrer Verabschiedung durch den Aufsichtsrat - zunächst der Antragsgegnerin als Mehrheitseignerin vorgestellt worden sein sollte. Es fanden sich jedenfalls keine konkreten Anhaltspunkte dafür, dass die Antragsgegnerin in den Planungsprozess der Gesellschaft eingegriffen und dabei Änderungen an den durch die Verantwortlichen erstellten Prognosen vorgenommen beziehungsweise veranlasst hat, die sich zum Nachteil der Minderheitsaktionäre auswirken.

Allein die Existenz einer faktischen Beherrschungssituation durch die Anteilsverhältnisse vor einem Squeeze-Out kann nicht dazu führen, die im Unternehmen erstellte Planung für Bewertungszwecke zu verwerfen, da sonst im Fall des Ausschlusses der Minderheitsaktionäre nie die unter-

nehmenseigene Planung zum Tragen kommen könnte. Dies wird – soweit ersichtlich – auch weder in der Literatur noch in der Rechtsprechung vertreten. Zudem müsste dann im Spruchverfahren von einem Sachverständigen - erstmals - eine fiktive Planung erstellt werden, die keine höhere „Richtigkeitsgewähr“ mit sich bringen würde als eine aus dem jeweiligen Unternehmen selbst stammende Planungsrechnung. Darüber hinaus sind die Minderheitsaktionäre mit der Überprüfung der Bewertungsplanung durch die gerichtlich bestellte Barabfindungsprüferin grundsätzlich vor Manipulationen der Planung durch die Mehrheitsaktionärin geschützt, da solche zwingend mit Unplausibilitäten bei der Überleitung der Vergangenheitsentwicklung einhergehen und einem Marktvergleich nicht standhalten würden.

Dem konnte der Antragsteller Mariotti nicht die nicht weiter belegte Behauptung entgegensetzen, der Vorstand der WOM habe auf der Hauptversammlung vom 4. Juni 2012 selbst eingeräumt, dass die Planung „vorsichtig“ sei. Zum einen hat die Antragsgegnerin dies bestritten und zum anderen finden sich – wie ausgeführt – keine konkreten Anhaltspunkte für eine zu pessimistische Planungsrechnung, deren Ergebnisse am unteren Ende der denkbaren Ergebnisbandbreite angesiedelt wären.

## **6. Plausibilisierung der Planung**

Diskrepanzen zwischen dem ermittelten Ertragswert und dem anhand einer vereinfachten Preisfindung ermittelten Preis für das Unternehmen können und sollten allerdings Anlass dafür sein, die jeweils zugrunde gelegten Ausgangsdaten und Prämissen kritisch zu überprüfen und ggf. zu korrigieren (vgl. IDW S1 2000 Tz. 168; IDW S1 2005 Tz. Tz. 177; IDW S1 2008 Tz. 167).

### **a) Vergleich mit den Wachstumsraten der Peer-Group Unternehmen**

Die vom Sachverständigen zusammengestellten Daten für das Wachstum der Unternehmen der Peer Group in der Zeit bis 2011 sowie die Prognosen für den Zeitraum bis 2016 zeigen ein sehr uneinheitliches Bild, welches von negativen Wachstumsraten im Bereich von knapp 8 % (Covidien) bis hin zu einer Ergebnissteigerung von fast 24 % (gleichfalls Covidien) reicht. Im Gesamtvergleich weist die Planung der WOM deutlich höhere Wachstumsraten auf – sowohl in der Vergangenheit als auch für die Zukunft. Insoweit spricht dieser Vergleich für eine eher ambitionierte Grundeinstellung der Planung.

### **b) Vergleich mit den EBIT/EBITDA-Prognosen für die Peer Group Unternehmen**

Von den Antragstellern wird insbesondere als unplausibel und als Hinweis auf eine zu pessimistische Planung der Umstand gewertet, dass gegenüber der Vergangenheit zwar eine Erhöhung sowohl der Umsätze als auch eine Verbesserung der EBITDA- und EBIT-Margen vorgesehen ist, die Gesellschaft aber auch langfristig nicht die durchschnittliche Profitabilität der in der Peer Group für die Ermittlung des Betafaktors zusammengefassten Vergleichsunternehmen erreichen soll.

Bei einem Vergleich der Profitabilität war zunächst zu berücksichtigen, worauf der Sachverständige auch eingangs hinweist, dass die in der Peer Group zusammengefassten Unternehmen ausschließlich für die Bestimmung des systematischen Risikos des Geschäftsmodells als hinreichend vergleichbar mit der WOM angesehen werden können. Dies bedeutet gerade nicht, dass eine weitergehende Vergleichbarkeit bei den Geschäftszahlen gegeben ist, beziehungsweise gegeben sein müsste.

Ähnlich wie bei den Wachstumsraten stellen sich die für die Unternehmen der Peer Group in der Vergangenheit feststellbaren beziehungsweise zum Bewertungsstichtag prognostizierten EBITDA-Margen nicht einheitlich dar, sondern fallen mit Werten zwischen 12,8% und 37,2% deutlich auseinander. Im Schnitt liegen die Margen deutlich über den EBITDA-Margen der WOM. Auch CONMED und insbesondere Stryker, die von der Bewertungsgutachterin als einzige Peer Group-Unternehmen herangezogen worden sind, weisen in fast allen Jahren höhere EBITDA-Margen als die WOM auf. Dies gilt auch für die EBIT-Margen, welche für die Detailplanungsphase sowohl vor als auch nach den in der Planung der Gesellschaft vorgenommenen Bereinigungen über denjenigen von CONMED liegen sollen. Bereits in diesem Umstand sieht die Kammer einen deutlichen Hinweis darauf, dass die Planung die zukünftig mögliche Profitabilität der Gesellschaft nicht systematisch unterschätzt.

Soweit die Margen für Stryker deutlich höher liegen, ist dieses Unternehmen deutlich größer als die WOM und am Markt breiter aufgestellt. Bei der Gesellschaft handelt es sich um einen Zulieferer und Dienstleister, bei dem wirtschaftlicher Druck sowohl auf der Bezugsseite als auch auf der Abnehmerseite besteht. Der seinerzeitige Geschäftsführer der Gesellschaft hatte dies im Anhörungstermin vom 10. Dezember 2013 anschaulich als „doppelte Sandwichposition“ bezeichnet. Aus diesem Grund war nicht ansatzweise ersichtlich, dass beziehungsweise aus welchem Grund es der WOM langfristig gelingen sollte, ein ähnlich hohes Profitabilitätsniveau wie andere Unternehmen aus der Peer Group zu erreichen.



Der Sachverständige hat darüber hinaus in Tz. 108 seines Ergänzungsgutachtens zutreffend darauf hingewiesen, dass aus den gegenwärtig (bezogen auf den Bewertungszeitpunkt) hohen Margen der in der Peer Group zusammengefassten Unternehmen nicht geschlossen werden kann, dass diese auch nachhaltig - mithin über das Jahr 2016 hinaus - erzielt werden könnten.

### **c) Tatsächliche Ergebnisse der Jahre 2012 und 2013**

Die Kammer hält zur Plausibilisierung zwar einen Vergleich zwischen der Planung und den Ergebnissen des unmittelbar nachfolgenden Wirtschaftszeitraums für möglich und zulässig. Ein solcher Abgleich zwischen Planungsinhalten und tatsächlichen Ergebnissen darf allerdings unter Berücksichtigung der Wurzeltheorie nur innerhalb eines zeitlich begrenzten Rahmens rund um den Bewertungsstichtag für die Beantwortung der Frage herangezogen werden, ob die Planung als plausibel anzusehen ist.

aa) Nach der Wurzeltheorie müssen die maßgeblichen Umstände bereits in den Verhältnissen zum Stichtag angelegt gewesen sein. Andernfalls können sie keine Berücksichtigung finden (vgl. OLG Stuttgart, AG 2004, 43, 44; Veil in Spindler/Stilz, AktG, 3. Aufl., Rz. 78 zu § 305 AktG). Allerdings ist nicht jeder Umstand, der bereits zum Bewertungsstichtag angelegt ist, bei der Ertragsplanung zu berücksichtigen. Hinzukommen muss vielmehr das zusätzliche Erfordernis der Vorhersehbarkeit der Entwicklung (so schon BGH, NJW 1973, 509, 511).

Diese weitere Voraussetzung ist notwendig, um eine Eingrenzung herbeizuführen, da andernfalls praktisch alle späteren Entwicklungen Berücksichtigung finden müssten (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 29. Januar 2016 – 21 W 70/15 –, Rn. 31, juris).

bb) Bei in der entfernteren Zukunft eingetretenen Entwicklungen wird man regelmäßig nicht mehr davon ausgehen können, dass diese zum Stichtag bereits erkennbar angelegt waren. Dies gilt vorliegend angesichts des Umstandes, dass die Bewertungsplanung schon Ende des Jahres 2011 vom Aufsichtsrat der Gesellschaft genehmigt worden ist, insgesamt für die Ergebnisse des Wirtschaftsjahres 2013, die nach der Behauptung einiger Antragsteller die Planung deutlich überstiegen hätten. Da sich keine Analysen zu der Frage finden, welche Faktoren einem solchen Mehrergebnis zugrunde gelegen haben könnten, ließe sich aus einer solchen positiven Abweichung nicht ohne weiteres der Schluss ziehen, dass die Planung unzutreffend niedrig war und vorhersehbare Entwicklungen nicht berücksichtigt hat.

cc) Die tatsächlichen Ergebnisse des Jahres 2012 boten keine Veranlassung, an der Verwertbarkeit der Planung zu zweifeln. Zwar waren die Ergebnisse für das erste Halbjahr 2012 erheblich höher ausgefallen als zu diesem Zeitpunkt zu erwarten gewesen wäre, worauf von Seiten der Antragsteller auch mehrfach hingewiesen worden ist. Nach den von der Antragsgegnerin vorgelegten Geschäftszahlen für das Gesamtjahr wurde die Planung dann allerdings unterschritten, so dass entgegen der Auffassung einer Mehrzahl von Antragstellern nicht davon ausgegangen werden konnte, dass die zu erwartenden Ergebnisse durch die Gesellschaft unter Einfluss der Antragsgegnerin „kleingerechnet“ worden wären.

### **b) Multiplikatoren**

Die Bewertungsgutachterin : hat neben der Ermittlung des Ertragswerts den Versuch unternommen, das gewonnene Ergebnis im Wege eines Multiplikatorvergleichs zu verproben.

a) Die Bewertung anhand von Multiplikatoren ist gegenüber dem hier zur Anwendung gelangten Ertragswertverfahren nur eine vereinfachte Methode (vgl. WP-Handbuch 2008, Abschnitt A, Rdn. 395) und kann folglich auch nur in Ausnahmefällen dazu dienen, die mittels der überlegenen Methode gewonnenen Ergebnisse in Frage zu stellen. Ein solcher Ausnahmefall ist schon aufgrund der fehlenden Eindeutigkeit der sowohl von der Bewertungsgutachterin als auch der sachverständigen Prüferin mitgeteilten Werte nicht gegeben.

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 validen Ergebnissen zu gelangen.

Die Bewertungsgutachterin hat für das Jahr 2012 EV/EBITDA-Multiplikatoren sowie EV/EBIT-Multiplikatoren für die beiden Unternehmen CONMED und Stryker ermittelt.

gelangte bei einer Verwendung der beobachteten Multiplikatoren der Peer Group zu einer Bandbreite von Unternehmenswerten für die WOM AG von 68,2 Mio. € bis 86,4 Mio. €, so dass sich der von ihr ermittelte Ertragswert oberhalb dieser Spanne befindet und sich aus Sicht der Bewertungsgutachterin damit keine Indizien für ein unplausibles Ergebnis ergaben.

Angesichts der Schwierigkeiten bei der Ermittlung aussagekräftiger Multiplikatoren hat die Kammer davon abgesehen, zu diesem Punkt weitere Untersuchungen anzustellen, da hier kein wesentlicher Erkenntnisgewinn im Hinblick auf die Höhe der zu zahlenden Abfindung zu erwarten war.

## 7. Zwischenergebnis Planung

Damit war der Bewertung für die Detailplanungsphase die folgende Planung zugrunde zu legen:

World of Medicines AG							
Ertragswert	in T €	Phase I					Phase II
		2012	2013	2014	2015	2016	
Zu Kapitalhaltendes Ergebnis		1.262	2.991	3.991	3.991	2.886	4.948
Von chronische Erwartungslücken nach persönlicher Steuern nach Wachstumsanpassung		5,31%	5,31%	5,31%	5,31%	5,31%	5,31%
Ertragswert		0.844	0.970	0.843	0.798	0.761	13.71
Bewerte		1.182	3.284	3.188	2.898	3.341	54.237
Bewert zu Beginn der Periode (Reti Back)	73.126	73.126	74.201	76.961	77.766	79.676	79.673
Marktwert des Eigenkapitals zum 31. Dezember 2011	73.126						
Aufwandskonto	1.2348						
Ertragswert zum 4. Juni 2012	74.846						
Excess Cash	7.889						
Liquide Mittel	0						
Summe Bonusswerte zum 31. Dezember 2011	9.868						
Aufwandskonto	1.0043						
Summe Bonusswerte zum 4. Juni 2012	7.822						
Unternehmenswert zum 4. Juni 2012	82.988						
Anzahl Aktien (ohne eigene Anteile)	8.512.457						
Wert je Aktie zum 4. Juni 2012	9,63						

## 8. Modifikationen durch den gerichtlichen Sachverständigen

Soweit der gerichtliche Sachverständige Veränderungen vorgenommen hat, betreffen diese nicht die Planung der Gesellschaft, sondern das Bewertungsmodell von Die entsprechenden Modifikationen hat er in Tz. 216 des Hauptgutachtens zusammengefasst. Es handelt sich im Wesentlichen um die Berichtigung von Inkonsistenzen bei der Berücksichtigung der steuerlichen Auswirkung der im Detailplanungszeitraum entstehenden Überschussliquidität sowie Anpassungen von Verlustvorträgen und Abschreibungen.

## 9. Ertragssteuern auf Unternehmensebene

Bewertungsgutachterin und Prüferin haben bei den prognostizierten Erträgen der Gesellschaft eine Ertragssteuerbelastung durch Gewerbesteuer, Körperschaftsteuer sowie Solidaritätszuschlag berücksichtigt. Für die ausländischen Konzerngesellschaften wurden dabei die in den entsprechenden Sitzländern anfallenden Steuern in Ansatz gebracht.

a) In die Berechnungen der effektiven Steuerlast wurden die vorhandenen körperschafts- und gewerbsteuerlichen Verlustvorträge berücksichtigt. Soweit diese innerhalb des Detailplanungszeitraums nicht verbraucht werden, wurden sie annuitätisch bei der Ermittlung des Ertragssteueraufwands in die ewige Rente überführt.

Gegen die Richtigkeit dieser Vorgehensweise ließ sich nichts einwenden. Insbesondere war nicht ersichtlich, dass die zukünftige Steuerbelastung der WOM überschätzt worden ist. Der Einwand mehrerer Antragsteller, dass die zum Ende des Detailplanungszeitraums vorhandenen Verlustvorträge keine Berücksichtigung gefunden hätten, war offensichtlich unzutreffend.

b) Die zuletzt von den Antragstellern zu 72) und 73) erhobenen Einwände gegen die Höhe der für die Detailplanungsphase in Ansatz gebrachten Steuerbelastungen waren nach Maßgabe der §§ 9 Abs. 1, 10 Abs. 2 SpruchG nicht (mehr) zu beachten. Die von der Bewertungsgutachterin in Ansatz gebrachten in- und ausländischen Unternehmenssteuern waren den genannten Antragstellern bereits bei Einleitung des Verfahrens bekannt, so dass sie gehalten gewesen wären, die von ihnen nunmehr behauptete Unrichtigkeit der Planungsrechnung frühzeitig geltend zu machen. Auf jeden Fall hätten die Einwendungen vor Abschluss der Beweisaufnahme erhoben werden müssen, um die an den Sachverständigen gestellten Fragen gegebenenfalls noch erweitern zu können. Es besteht vor diesem Hintergrund keine Veranlassung, die Beweiserhebung im gegenwärtigen Verfahrensstand fortzusetzen.

Im Übrigen war auch nicht ersichtlich, dass die Steuern auf die geplanten Erträge von der Gesellschaft systematisch und fehlerhaft überschätzt worden sind. Soweit die genannten Antragsteller vortragen, dass vorhandene Verlustvorträge nicht hinreichend berücksichtigt worden seien, hat der gerichtliche Sachverständige in Tz. 204 seines Gutachtens ausdrücklich erwähnt, dass nach dem zum 31. Dezember 2011 ein gewerbsteuerlichen Verlustvortrag i.H.v. 5.473 T€ sowie ein körperschaftsteuerlicher Verlustvortrag i.H.v. 8.506 T€ vorhanden gewesen ist. Bei der Wertermittlung seien durch ihn Verlustvorträge i.H.v. 5.586 T€ bzw. 8.619 T€ verarbeitet worden. Vor dem Hintergrund dieser Ausführungen und der Berechnung in Tz. 909 des Gutachtens sind diese vollständig in Ansatz gebracht worden, sodass eine offensichtliche Fehlbewertung in diesem Punkt nicht vorliegt.

## **10. 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 auf diese Weise ein realitätsnahes Ausschüttungsverhalten bis hin zur Vollausschüttung abgebildet werden kann. In diesem Rahmen können insbesondere auch Gewinnthesaurierungen berücksichtigt werden, da sich aus steuerlicher Sicht für die Anteilseigner ein Anreiz zur Thesaurierung finanzieller Überschüsse ergibt.

a) Die Ausschüttungsannahmen für die Detailplanungsphase waren vor diesem Hintergrund nicht zu beanstanden. Soweit die Jahresergebnisse nach der vorliegenden Planung zum Aufbau von Liquidität zur Finanzierung von Erweiterungsinvestitionen zum Teil im Unternehmen verbleiben sollten, war nicht ersichtlich, dass die zugrunde liegenden Annahmen nicht gerechtfertigt gewesen wären. Bei der Planung der Thesaurierung im Detailplanungszeitraum sind nämlich grundsätzlich die im Unternehmenskonzept hinterlegten Annahmen zur Ausschüttungspolitik unter Berücksichtigung gesellschaftsrechtlicher Vorgaben und der Finanzierbarkeit maßgeblich (vgl. OLG Düsseldorf, Beschluss vom 28. November 2022, I-26 W 4/21 (AktE), Tz. 139 zitiert nach juris).

b) Soweit die nach der Planung einbehaltenen Überschüsse dem Grunde nach ausschüttungsfähig sind, ist für die Wiederanlage dieser Beträge bei fehlenden konkreten Verwendungsannahmen im Unternehmenskonzept eine kapitalwertneutrale Anlage vor Unternehmenssteuern zu unterstellen. Eine solche Situation lag hier jedoch nicht vor, da nach der Planung der WOM gerade keine bewusste Thesaurierung zum Aufbau freier Liquidität geplant war. Damit standen die Thesaurierungsbeträge potenziell nicht zur Ausschüttung zur Verfügung und waren den Aktionären daher auch nicht fiktiv zuzurechnen.

c) Für die Phase der ewigen Rente wird nach dem Standard IDW S1 2008 bewertungstechnisch typisierend die Annahme getroffen, dass das Ausschüttungsverhalten des zu bewertenden Unternehmens äquivalent zum Ausschüttungsverhalten der Alternativanlage ist, soweit nicht Besonderheiten der Branche, der Kapitalstruktur oder der rechtlichen Rahmenbedingungen zu beachten sind. Auf das konkrete Ausschüttungsverhalten des Bewertungsobjekts ist dagegen allenfalls nachrangig abzustellen.

d) Die Ausschüttungsquote von 50%, welche ab dem Jahr 2017 in Ansatz gebracht hat, wurde aus der durchschnittlichen Ausschüttungsquote abgeleitet, welche an den deutschen Kapitalmärkten in der Vergangenheit nach Mitteilung der Bewertungsgutachterin zu beobachten gewesen seien. Es handelt es sich dabei um den Mittelwert des Korridors von 40% bis 60%, der regelmäßig in Bewertungsgutachten nach IDW S1 als typisiertes Ausschüttungsverhalten börsennotierter Aktiengesellschaften unterstellt wird. Die dieser Annahme zugrunde liegende Untersuchungen werden zwar nicht unkritisch gesehen, so dass regelmäßig eine Betrachtung des Ausschüttungsverhaltens anderer Unternehmen derselben Branche als vorzugswürdig anzusehen ist. Vorliegend standen mangels börsennotierter Mitbewerber im Inland aber keine Vergleichsdaten zur Verfügung. Damit war keine bessere Schätzgrundlage für die Typisierung zu erkennen als der von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin genannte Schätzwert.

## 11. Persönliche Steuern

Der Anfall persönlicher Steuern auf Ebene der Anteilseigner ist in der Bewertung in Höhe der zum Bewertungsstichtag geltenden Tarifbelastung von 25% zuzüglich 5,5% Solidaritätszuschlag angenommen worden, was einer Gesamtsteuerbelastung von 26,375% entspricht.

a) Bei der Berücksichtigung der Steuern auf Aktionärssebene ist es angemessen, mit Pauschalabschlägen zu rechnen, da der Unternehmenswert als objektiver und nicht als subjektiver Wert abgebildet wird. Zudem kann der Betrag der angemessenen 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. Daher besteht aus methodischer Sicht weder eine Notwendigkeit, einen gesonderten Abfindungsbetrag für juristische und natürliche Personen auszuweisen noch eine solche, die individuelle Steuerbelastung der Anteilseigner konkreter zu erfassen. Dies gilt insbesondere für die weitere Differenzierung, welcher Prozentsatz der Aktionäre überhaupt dem inländischen und nicht einem ausländischen Besteuerungsregime unterliegt. 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).

b) Entsprechend sind für die geplanten Ausschüttungen persönliche Steuern zu berechnen, für die der oben genannte, in der Bewertungspraxis seit Einführung der Abgeltungssteuer gemein-

hin angenommene pauschale Steuersatz in Ansatz gebracht worden ist. Diese Konvention wirkt sich nicht zu Lasten der Antragsteller aus, da sich ein niedrigerer typisierter Steuersatz in einer geringeren Kompensation niederschlagen würde.

c) Für die Thesaurierungsbeiträge, die in der Planung den Anteilseignern fiktiv zugerechnet werden, greift seit dem 1. Januar 2009 für erzielte Wertsteigerungen die Kursgewinnbesteuerung, die allerdings erst im Zeitpunkt des Verkaufs der Aktien anfällt. Die im konkreten Fall anfallende effektive Besteuerung hängt damit von der Haltedauer der Aktie ab und sinkt infolge des Steuerstundungseffekts im Zeitablauf. Aus diesem Grunde ist es auch in diesem Punkt erforderlich, im Rahmen einer objektivierten Unternehmensbewertung eine Typisierung vorzunehmen, da die tatsächliche Steuerlast von Anteilseigner zu Anteilseigner unterschiedlich ausfallen kann.

Die Bewertungsgutachterin ist insoweit von einer langen Haltedauer ausgegangen und hat den hälftigen nominellen Steuersatz angesetzt. Hiergegen ist nach Ansicht der Kammer wegen des grundsätzlichen Anfalls der Besteuerung, jedenfalls für den inländischen Anteilseigner, nichts einzuwenden. Der typisierende Ansatz des halben nominalen Steuersatzes von 12,5% zuzüglich Solidaritätszuschlag ist zwischenzeitlich auch 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.).

d) Das Vorhandensein eines steuerlichen Einlagenkontos bei der WOM, aus dem heraus steuerfreie Ausschüttungen an die Anteilseigner hätten erfolgen können, war aus Bewertungs- und Prüfungsgutachten nicht ersichtlich.

e) Die Barabfindungsprüferin hat die Annahmen der Bewertungsgutachterin zur effektiven Ertragssteuerbelastung der Anteilseigner analysiert und ausgeführt, dass die von dieser getroffenen Annahmen insgesamt plausibel sind. Gegenteilige Anhaltspunkte waren für die Kammer nicht zu erkennen.

f) Soweit einige Antragsteller meinen, durch die Sonderregelungen für „Alterwerber“, die ihre Anteile vor dem 31. Dezember 2008 erworben haben, müsse die Veräußerungsgewinnbesteuerung unberücksichtigt bleiben, vermochte dies die Kammer schon von der Prämisse her nicht zu überzeugen. Bei einem Bewertungsstichtag, der mehrere Jahre nach dem 31. Dezember 2008 liegt, war keine Basis für die Vermutung ersichtlich, dass alle oder wesentliche Teile der

Minderheitsaktionäre schon zu diesem Zeitpunkt Anteilsinhaber gewesen sein müssten.

g) Der Umstand, dass die Barabfindung 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.

## 12. 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) Zu den nicht betriebsnotwendigen Gegenständen zählen zum einen diejenigen Wirtschaftsgüter, die frei veräußert werden können, ohne dass davon die eigentliche Unternehmensaufgabe berührt wird, die also keine Auswirkung auf den Zukunftserfolg des Unternehmens haben. Zum anderen werden stille Reserven erfasst, die durch bilanzielle Unterbewertung von Aktiva beziehungsweise Überbewertung von Passiva entstanden sind.

b) Die Bewertungsgutachterin hat keine Vermögensgegenstände wie Grundstücke oder Gebäude ermittelt, welche frei hätten veräußert werden können, ohne dass Unternehmensabläufe der Gesellschaft gefährdet würden. Allerdings hat sie festgestellt, dass die WOM zum Ende der Detailplanungsphase über liquide Mittel verfügt, deren Höhe über den Bedarf für die gewöhnliche Geschäftstätigkeit der Gesellschaft hinausgehen, so dass der Überschuss als ausschüttungsfähig anzusehen war. Auf der Basis einer für die Abwicklung des operativen Geschäfts der WOM erforderlichen Liquiditätsreserve von 3,5 Mio. EUR hat sie einen überschießenden Betrag in Höhe von 7,922 Mio. EUR identifiziert. Hierzu kam ein weiterer Betrag von 1,124 Mio. EUR, welcher im Planungszeitraum zusätzlich anfallen soll. Zwar könnte dieser, abweichend von der Planung, über die Detailplanungsphase verteilt an die Aktionäre ausgeschüttet werden. Da sich aus der Modellierung einer einmaligen Sonderausschüttung jedoch keine erkennbaren Nachteile ergaben, war eine Änderung der Planung auch in diesem Punkt nicht erforderlich.

## 13. Synergien



Sowohl von der Bewertungsgutachterin als auch von der Barabfindungsprüferin wurden keine Synergien zwischen der WOM und der Antragsgegnerin identifiziert, welche Auswirkungen auf die ausschüttungsfähigen Ergebnisse der Gesellschaft hätten haben können. Dieser Befund war ohne Weiteres plausibel, da es sich bei der Antragsgegnerin um eine reine Holdinggesellschaft ohne eigenen operativen Geschäftsbetrieb handelt. Es war auch nicht ersichtlich, dass sie über andere Beteiligungen verfügt, die in einem ähnlichen Marktsegment wie die WOM tätig sind.

#### **14. 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 Anteilseigner 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 gerichtlich bestellten Barabfindungsprüferin allerdings lediglich bei der Höhe des in Ansatz zu bringenden Betafaktors Anlass, von den dort verwendeten Werten abzuweichen und sich an den Feststellungen der Bewertungsgutachterin zu orientieren. Die weiteren Parameter des Kapitalisierungszinssatzes waren im Ergebnis vertretbar und daher beizubehalten.

##### **a) Basiszinssatz**

Die Kammer hielt auf der Grundlage der Feststellungen der Bewertungsgutachterin sowie eigener Ermittlungen für den Stichtag den Ansatz eines einheitlichen Basiszinssatzes von 2,50 % 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 Spekulationsinstrumente 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 9. Februar 2012. 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 Barabfindungsprüferin 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) 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.

hh) 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).

ii) 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 ausgegangen, 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 WOM nicht entgegen, da in dieser eine dauerhafte Existenz des Unternehmens unterstellt wird.

jj) Die Bewertungsgutachterin hat in ihrem Gutachten erklärt, einen Basiszinssatz vor Steuern auf der Grundlage eines Dreimonatszeitraums in Höhe von 2,50 % für angemessen zu halten. Eine genaue Berechnung dieses Wertes hat in Tz. 183 nicht mitgeteilt.

ll) 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 Basiszinstools lag der einheitliche Basiszins bezogen auf den 4. Juni 2012 ungerundet bei einem Wert von 2,40 %. Nach der vom IDW vorgeschlagenen und von Wirtschaftsprüfern 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 in der Vergangenheit Vorbehalte geäußert 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 Rundungsre-

gel anzuwenden. Die Kammer hat allerdings regelmäßig auch Überlegungen angestellt, dass eine Auf- oder Abrundung dann gerechtfertigt sein kann, wenn sie erkennbare Tendenzen in der Zinsentwicklung abbildet. Im vorliegenden Fall war bei Betrachtung der für den Bewertungsstichtag maßgeblichen Zahlen eine deutliche Aufwärtstendenz in der Zinsentwicklung zu erkennen. Daher war im konkreten Fall eine Aufrundung auf 2,50 %, wie vom IDW empfohlen, in der Sache nicht zu beanstanden. Eine Änderung an dem von der Bewertungsgutachterin in Ansatz gebrachten Wert auf den taggenauen Durchschnittswert war damit nicht angezeigt.

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 1,84 % 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 Insolvenzrisiko 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).

bb) Allerdings ist der Ansatz eines Risikozuschlages umstritten. Ihm wird regelmäßig – auch von einigen Antragstellern 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, soweit ersichtlich, vereinzelt geblieben. Es ist nämlich durchaus 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, a.a.O., Rz. 677). Zudem steht den im Regelfall begrenzten Chancen, welche Dividenden und Kursgewinne bieten, das Risiko des Totalverlustes 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, a.a.O., Rz. 678).

Dies zeigt sich bereits an der regelmäßig zu beobachtenden Anlagestrategie von Investoren, die 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 Marktrisikoprämie 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 Marktrisikoprämie 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, a.a.O., Rz. 724-728 sowie Rz. 801-803).

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 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 konnte im vorliegenden Verfahren nicht herbeigeführt werden, 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, 4. 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) Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin haben in ihren jeweiligen Bewertungsgutachten ohne nähere eigene Begründung eine Risikoprämie nach persönlichen Steuern in Höhe von 4,5 % angesetzt und sich damit ausdrücklich an den zum Stichtag aktuellen Vorgaben des AKU des IDW orientiert, die ihrerseits letztlich im Grundsatz auf einer Studie von Stehle aus dem Jahr 2004 basieren (WpG 2004, 906 ff.).

nn) 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 (vgl. auch Großfeld-Stöver-Tönnies, a.a.O.). 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 typisierte 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 – wie oben bereits ausgeführt – 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 Ver-

fahren vor dem Landgericht 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 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. Januar 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 25,00 % 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 vor diesem Hintergrund nicht gehindert gesehen, den Mittelwert dieser Bandbreite, mithin 4,5 %, als Grundlage für ihre Schätzung der Marktrisikoprämie gemäß § 287 ZPO zu verwenden.

Für eine 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.

Daneben entspricht der Ansatz einer Marktrisikoprämie in Höhe von 4,5 % auch der am Stichtag geltenden Empfehlung des IDW, an der sich offensichtlich orientiert hat, ohne dies allerdings in ihrem Gutachten offenzulegen.

Da die Kammer keine wesentlichen Bedenken gegen den Ansatz einer Marktrisikoprämie in dieser Höhe für einen Stichtag Mitte 2012 hatte, konnte dahinstehen, ob die Verlautbarungen des IDW eine anerkannte Expertenauffassung darstellen und als solche eine wesentliche Erkenntnisquelle für das methodisch zutreffende Vorgehen bei der fundamentalanalytischen Ermittlung des Unternehmenswertes bilden (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 24. Juli 2013, 20 W 2/12, Tz. 106 zitiert nach juris).

In Ermangelung „besserer“ eigener Erkenntnisse hielt die Kammer die Erwartung einer generellen Überrendite von 4,5 % nach Steuern für plausibel und angemessen. Wie oben bereits erwähnt, hat sich weder zum Bewertungsstichtag noch bis zum Entscheidungszeitpunkt eine einheitliche Meinung in Wissenschaft und Literatur gebildet, wie die Marktrisikoprämie zu bestimmen und von welcher Höhe dabei auszugehen ist. Da es im Spruchverfahren auch nicht Aufgabe der Gerichte ist, den – mit sehr großer Wahrscheinlichkeit untauglichen – Versuch zu unternehmen, einen seit Jahren in den Bereichen der Betriebswirtschaft beziehungsweise Finanzmathematik geführten Meinungsstreit einer Klärung zuzuführen. Aus diesem Grunde war auch im hiesigen Verfahren kein Beweis über die „richtige“ Höhe der Marktrisikoprämie zu erheben.

### **c) Betafaktor**

Da die Marktrisikoprämie marktbezogen, also global bestimmt wird, ist sie bei börsennotierten Gesellschaften nach dem (TAX-) CAPM-Modell über den so genannten Betafaktor an das Risikoprofil 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 Beta-

faktors 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. Jedenfalls hat sich bislang in Wissenschaft und Bewertungspraxis keine einheitliche Auffassung zu der Frage entwickelt, über welchen Zeitraum und mit welchem Intervall die Ermittlung der Stichprobe zu erfolgen hat. Wie eine Untersuchung aus dem Jahr 2011 zeigt, hat auch die Auswahl des Wochentages als Basis des Renditeintervalls einen nicht zu vernachlässigenden Einfluss auf die Höhe des errechneten Betafaktors (vgl. Watrin/Stahlberg/Kappenberg, Corporate Finance biz 2011, 176 ff.)

Darüber hinaus 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. Dies gilt zum einen dann, wenn in der Vergangenheit Marktverwerfungen zu Risikoerhöhungen geführt haben, die zukünftig nicht oder nicht in gleichem Maße zu erwarten sind. Zum anderen können auch im Bewertungsstichtag geplante Umstrukturierungen dazu führen, dass eine Änderung der Risikoposition am Markt eintreten wird, welche die Eignung der im Referenzzeitraum beobachtbaren Betas als Zukunftsschätzer fraglich erscheinen lässt.

bb) Nach der ständigen Rechtsprechung der Kammer ist es grundsätzlich vorzugswürdig, wenn der zukünftige Betafaktor eines Unternehmens aus den am Markt verfügbaren Vergangenheitsdaten abgeleitet wird. Aus solchen Daten lässt sich zumindest ersehen, wie die Marktteilnehmer das Risiko eines Investments in das konkrete Bewertungsobjekt tatsächlich eingeschätzt haben.

Sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die Barabfindungsprüferin (ohne eigene Erwägungen) sind vorliegend allerdings zu der Einschätzung gelangt, dass der eigene historische Betafaktor der WOM für die Schätzung des künftigen Risikos der Gesellschaft nicht in Betracht kommt. Da die Begründung von           äußerst knapp ausfiel, hat der gerichtlich bestellte Sachverständi-

ge im Auftrag der Kammer die Grundlagen für eine angemessene Bestimmung des Betafaktors der WOM umfassend in seinem Gutachten untersucht.

cc) Der Sachverständige hat zunächst die Raw-Betafaktoren für die Gesellschaft in Zeiträumen von zwei beziehungsweise fünf Jahren vor Bekanntgabe des Übertragungsverlangens der Antragsgegnerin am 10. Februar 2012 bestimmt.

Die Analyse des t-Tests bei einem Konfidenzintervall von 95 % und des  $R^2$  für die WOM haben insoweit zu dem Ergebnis geführt, dass überwiegend nicht signifikante Betafaktoren zu beobachten waren. Damit hat der Sachverständige die Feststellung der Bewertungsgutachterin, dass für die WOM zu ermittelnde Betafaktoren als statistisch nicht hinreichend signifikant betrachtet werden können, jedenfalls isoliert betrachtet, bestätigt.

Der Sachverständige hat jedoch darauf hingewiesen, dass er diese zum Teil in der Praxis noch herangezogenen statistischen Kennzahlen t-Test und  $R^2$  im Hinblick auf die Belastbarkeit und Prognoseeignung nicht als relevant ansehe, da beiden in der Sache keine Bedeutung für die Auswahl von Betafaktoren zukommen könne. Vor diesem Hintergrund erübrigte sich nach seinem Dafürhalten auch eine nähere Analyse der von ihm ermittelten Werte. Dies war vor dem Hintergrund des Umstands, dass keine Abweichung zu den Erkenntnissen von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin vorliegt, nachvollziehbar, da Gegenstand der Beweisaufnahme nicht die Ausermittlung von nicht wertrelevanten Details war.

dd) Er hat in der Folge die Liquidität der WOM-Aktie untersucht, allerdings darauf hingewiesen, dass kein allgemein anerkannter Maßstab existiert, welche Kennzahlen für die beiden hierfür heranzuziehenden Kriterien „Handelsumsatz“ und „Bid-Ask-Spread“ in Ansatz zu bringen sind. Insoweit räumt er ein, dass die von ihm als maßgeblich erachteten Grenzwerte eines Bid-Ask-Spread unterhalb von 1,25 und einem täglichen Handelsvolumen von mehr als 115.000 Stück auf Schätzungen aus einer -internen Studie beruhen.

Der Sachverständige hat zunächst die von Bewertungsgutachterin und Barabfindungsprüferin festgestellten Liquiditätskennzahlen darstellt und sodann (Tz. 663 des Hauptgutachtens) auf seine eigenen Erhebungen Bezug genommen. Die zum Teil erhebliche Abweichung von den Daten, welche ermittelt hat, vermochte der Sachverständige nicht vollständig zu erklären. Auch in diesem Punkt erübrigte sich jedoch eine weitere Ausermittlung, da zwar die vom Sachverständigen ermittelten Werte für den Bid-Ask-Spread niedriger als diejenigen der Bewertungsgutachte-

rin sind, den von ihm für maßgeblich gehaltenen Schwellenwert aber in jedem der untersuchten Jahreszeiträume deutlich überschreiten.

ee) Die Daten zum Handelsvolumen der WOM-Aktie bestätigen die Feststellung von in Tz. 191 des Bewertungsgutachtens, dass die Anzahl der gehandelten Papiere nach dem Erwerb der Anteilsmehrheit durch die Antragsgegnerin im Februar 2008 deutlich zurückgegangen ist, und zwar um mehr als 85 % im unmittelbaren Folgezeitraum. Im Anschluss sank auch der Freefloat auf einen Wert um 7,5 % mit Handelsumsätzen zwischen gut 5.300 und knapp 4.000 EUR. Insoweit kann dahinstehen, ob der vom Sachverständigen angesetzte Grenzwert von 115.000 Stück für Nebenwerte nicht als zu hoch anzusehen ist, da die bei der WOM gehandelten Stückzahlen ab Februar 2008 im Median bei maximal 570 lagen. Es lag auf der Hand, dass bei diesen Daten nicht mehr von einem liquiden Handel die Rede sein konnte, so dass die feststellbaren Kurse keinen hinreichenden Rückschluss auf die Risikobeurteilung des Papiers durch den Markt zulassen.

Zudem war nach Auffassung der Kammer unter Berücksichtigung der typischen Betafaktoren von Unternehmen, die ein anerkannt risikoarmes Geschäftsmodell betreiben, wie etwa die Verwaltung von Bestandsimmobilien, davon auszugehen, dass die vom Sachverständigen für einen Fünfjahreszeitraum ermittelten Betafaktoren von lediglich 0,5 für ein produzierendes Unternehmen kaum plausibel sind. Erst recht müssten Werte von 0,10, wie sie sich nach den Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen bei der Betrachtung eines Zweijahreszeitraums ergeben, von vornherein aus der Betrachtung ausscheiden. Angesichts der Datenlage hielt die Kammer die Entscheidung des Sachverständigen, den eigenen Betafaktor der WOM - wie bereits für nicht bewertungsrelevant zu halten, für nachvollziehbar.

Wesentliche Mängel dieser Analyse des Sachverständigen sind von den Beteiligten dieses Verfahrens nicht aufgezeigt worden, so dass auch die Kammer zu dem Ergebnis gelangt, dass die verfügbaren Handelsdaten der WOM keine ausreichenden Anhaltspunkte für die - allein maßgebliche - Bestimmung des zukünftigen Betafaktors der Gesellschaft bieten.

ff) Damit erwies sich der von Bewertungsgutachterin und Prüferin gewählte Ansatz als zutreffend, den für die Bewertungszwecke zu verwenden Betafaktor aus dem Durchschnitt der am Markt zu beobachtenden Betafaktoren von mit der WOM vergleichbarer 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).

gg) Der gerichtlich bestellte Sachverständige hat, dem Gutachtauftrag der Kammer entsprechend, die Auswahl der Vergleichsunternehmen im Bewertungsgutachten sowie im Bericht der Barabfindungsprüferin einer eigenen Begutachtung unterzogen. Er ist dabei zu dem Ergebnis gelangt, dass unter Berücksichtigung des Unternehmensprofils der WOM neben den von ausgewählten Unternehmen CONMED Corporation und Stryker Corporation weitere als vergleichbar zu bewertende Unternehmen aus der Gesamtheit aller börsennotierten Gesellschaften identifiziert werden können.

Ebenso wie die Bewertungsgutachterin hat der Sachverständige gleichfalls keine an inländischen Wertpapierbörsen notierten Unternehmen gefunden, welche in die Peer Group hätten aufgenommen werden können. Er hat darüber hinaus festgestellt, dass auch kein inländisches Branchenbeta als Vergleichsmaßstab ermittelt werden konnte, da von den 110 Ende 2011 im HDAX notierten Unternehmen zwar sechs der Subbranche „Medical Devices“ zugeordnet werden konnten, diese Unternehmen aber sämtliche einen anderen Spezialisierungs- bzw. Diversifikationsgrad als die WOM besaßen und damit keine hinreichende Vergleichbarkeit aufwiesen.

Aus diesem Grunde hat der Sachverständige die Vorgehensweise der Bewertungsgutachterin bestätigt, auf Vergleichsunternehmen zurückzugreifen, die an ausländischen Marktplätzen börsennotiert sind. Er weist insoweit auf die Vermutung hin, dass inländische Anleger grundsätzlich weltweit investieren, so dass dies der einer Bewertung nach IDW S1 zugrundeliegenden Perspektive einer inländischen unbeschränkt steuerpflichtigen natürlichen Person als Anteilseigner nicht entgegenstehe. Wesentlicher als der Börsenplatz sei die Frage, ob sich die einzelnen in Betracht kommenden Unternehmen hinsichtlich der Produktionsgebiete, insbesondere aber hinsichtlich der Absatzgebiete unterscheiden und ob diese Unterschiede auch abweichende systematische Risiken nach sich ziehen.

Der Sachverständige bestätigt weiter, dass eine Vergleichbarkeit zwischen der WOM und den

von F als (alleinigen) Mitgliedern ihrer Peer Group herangezogenen Unternehmen CONMED und Stryker besteht, dies allerdings - wie in den meisten Fällen - nicht vollständig, sondern lediglich nach dem „Vergleichbarkeitsniveau III“ des in Tz. 671 vorgestellten Prüfungsschemas. Beide Unternehmen seien gegenüber der WOM sowohl vom Produktsortiment als auch von der regionalen Ausdehnung ihrer Absatzmärkte her stärker diversifiziert. Zudem seien sie, anders als die WOM in ihrer Eigenschaft als fast reiner OEM-Zulieferer, im Endkundengeschäft tätig.

Vor diesem Hintergrund war nicht zu beanstanden, dass der Sachverständige, im Ergebnis mit Erfolg, untersucht hat, ob nicht weitere Unternehmen ein ähnliches Vergleichbarkeitsniveau wie CONMED und Stryker aufweisen.

Er hat insoweit Smith & Nephew plc, London/Großbritannien sowie Hologic Inc., Marlborough/USA identifiziert, da es sich bei diesen Unternehmen gleichfalls um Kunden der WOM handelt. Zudem seien auch die Boston Scientific Corporation, Marlborough/USA, sowie das Unternehmen Covidien plc, Dublin/Irland, als Peers geeignet. Zwar würden die Geschäfte des zuletzt genannten Unternehmens trotz des irischen Unternehmenssitzes aus den USA geführt, dennoch seien 25% der Umsätze im Jahr 2011 in Europa erzielt worden, so dass die Absatzmärkte eher mit der WOM übereinstimmten als etwa diejenigen der Stryker Corporation. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Boston Scientific Corporation liegt im Bereich der minimalinvasiven Chirurgie im Bereich der kardiovaskulären Produkte, so dass dieses Unternehmen geeignet erscheint, das zukünftige Risiko der geplanten Geschäftserweiterung der WOM in dieses Segment abzubilden.

Im Übrigen führt der Sachverständige aus, dass der von Antragstellerseite kritisierte Umstand der unterschiedlichen Unternehmensgröße der Peers und der WOM in den Hintergrund treten müsse, wenn ähnlich große Vergleichsunternehmen nicht existierten. Im Hinblick auf den Sitz und/oder die Tätigkeit des überwiegenden Teils der Peer Group in den USA sieht er das Ausmaß der staatlichen Regulierung im Medizintechnikbereich in den USA und Europa als hinreichend vergleichbar an, so dass auch dieser Aspekt einer Einbeziehung der oben genannten Unternehmen in die Peer Group nicht entgegenstehe.

hh) Soweit die Antragsgegnerin meint, insbesondere die Einbeziehung der Boston Scientific Corporation in die Peer Group sei fehlerhaft, da diese - ebenso wie die vom Sachverständigen nicht berücksichtigte ArthroCare Corp. - in Rechtsstreitigkeiten verwickelt sei, war dieser Einwand in der Sache unbeachtlich. Der gerichtliche Sachverständige hat insoweit zu Recht darauf hinge-

wiesen, dass juristische Auseinandersetzungen, gerade im Patentbereich, bei Medizintechnikunternehmen nicht ungewöhnlich seien und daher kein Grund für eine Nichtberücksichtigung sein könne. Im Gegensatz dazu sehe sich die ArthroCare Corp. Sammelklagen im Zusammenhang mit Bilanzfälschungen ausgesetzt, was nicht mehr als geschäftsmodellimmanent angesehen werden könne.

Diesen überzeugenden Erwägungen schließt sich die Kammer ebenso an wie der grundsätzlichen Erwägung des Sachverständigen, dass es nicht gerechtfertigt wäre, innerhalb einer Gruppe von ähnlich vergleichbaren Unternehmen eine Auswahl zu treffen, wenn diese nach objektiven Kriterien nicht gerechtfertigt erscheint. Daher bestand keine Veranlassung, die Schätzung des zukünftigen Betas der WOM auf die Betrachtung der Betafaktoren von Stryker und CONMED zu beschränken, wie es die Bewertungsgutachterin getan hat.

Der Sachverständige hat festgestellt, dass die Aktien sämtlicher für die Peer Group ausgewählten Unternehmen als liquide zu bezeichnen sind, da sie die oben bei der Analyse des eigenen Betafaktors der WOM genannten Kriterien erfüllen. Er hat sodann die Raw Betas der Unternehmen ermittelt, und zwar für die Zeiträume 2 Jahre und 5 Jahre mit wöchentlichen Renditen und 5 Jahre mit monatlichen Renditen und dabei zum einen auf lokale Indizes und zum anderen auf den MSCI ACWI zurückgegriffen. Insoweit hat er unverschuldete Betafaktoren in einer Bandbreite von 0,74 bis 0,89 bei Verwendung lokaler Indizes und 0,71 bis 0,92 bei Verwendung des MSCI berechnet. Wegen der Einzelheiten wird auf die Tz. 716 ff. des Hauptgutachtens Bezug genommen.

Insgesamt haben die Untersuchungen des Sachverständigen ergeben, dass die Frage, welcher Referenzindex heranzuziehen ist, keine wesentliche Relevanz besitzt, da die sich ergebenden Bandbreiten mehr oder weniger identisch sind. Einen stärkeren Einfluss hat dagegen die Entscheidung, ob die bei den Unternehmen vorhandene Liquidität als betriebsnotwendig oder als ausschüttungsfähig angesehen wird. Letzteres führt tendenziell zu niedrigeren Betafaktoren. Ferner weisen Stryker und CONMED höhere Betafaktoren auf als die anderen Peer Group Unternehmen.

ii) Auffällig war, dass der gerichtliche Sachverständige für die CONMED zu einem unverschuldeten Betafaktor gelangt ist, welcher um 0,1 Punkte unterhalb des von [ ] gefundenen Ergebnisses lag. Die Kammer hat diese Abweichung zum Anlass genommen, den Sachverständigen mit weiteren Ausführungen zu dieser Frage zu beauftragen, welche Teil des Ergänzungsgutachtens

geworden sind. Er hat dort nachvollziehbar ausgeführt, dass die Bewertungsgutachterin die bei der CONMED vorhandenen verzinslichen Pensionsrückstellungen bei der Bestimmung des Verschuldungsgrades des Unternehmens wohl nicht berücksichtigt hat und hierdurch zu einem abweichenden unverschuldeten Betafaktor gelangt ist.

jj) Auf der von ihm ermittelten Datenbasis ist der gerichtliche Sachverständige zu dem Ergebnis gelangt, dass der Ansatz eines unlevered Betafaktors von 0,80 plausibel erscheint. Dieser weicht um 0,1 Punkt nach unten von dem von            angesetzten Wert von 0,90 ab, was teilweise bereits durch den Umstand zu erklären ist, dass die Bewertungsgutachterin für CONMED einen zu hohen Betafaktor ermittelt hat.

Darüber hinaus weist die von            : als einzig weiteres Peer Group Mitglied herangezogene Stryker Corp. das höchste Beta innerhalb der erweiterten Vergleichsgruppe des Sachverständigen auf. Hinweise darauf, dass dieses Unternehmen das künftige Risiko der WOM „besser“ widerspiegeln könnte als die weiteren Peers finden sich nicht. Insbesondere weist Stryker kein höheres Vergleichbarkeitsniveau im Hinblick auf das Geschäftsmodell der WOM auf.

kk) Die Kammer schließt sich der Beurteilung durch den gerichtlichen Sachverständigen an. Die von ihm vorgenommene Erweiterung der Peer Group war nicht zu beanstanden, sondern erschien vielmehr geboten, da keine Gründe dafür ersichtlich waren, diese auf Stryker und CONMED zu beschränken. Insoweit erwies es sich als folgerichtig, den Betafaktor für die WOM aus dem Mittelwert beziehungsweise Median der für die gesamte Peer Group ermittelten Betas zu bilden.

#### **d) Rentenphase**

Die grundsätzlichen Annahmen der Bewertungsgutachterin für die so genannte ewige Rente erwiesen sich nach Auffassung der Kammer, welche durch die Feststellungen des gerichtlichen Sachverständigen bestätigt worden ist, nicht als hinreichend plausibel. Es war angesichts der Entwicklung der Umsätze und Margen der WOM innerhalb der Detailplanungsphase nicht ersichtlich, dass bereits zum 31. Dezember 2016 ein Beharrungszustand in dem Sinne erreicht sein würde, dass die Gesellschaft nach diesem Zeitpunkt nur noch in der Lage ist, ihre Kapitalkosten zu erwirtschaften. Der zeitliche Ansatz für die Rentenphase war daher zu korrigieren.

aa) Für die Bewertung der ewigen Rente ist ein eingeschwungener Zustand (auch Beharrungszu-

stand 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) Die finanziellen Überschüsse für die fernere, zweite Phase werden bewertungstechnisch 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 regelmäßig 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 eine 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 muss vielmehr die Eigenheiten des zu bewertenden Unternehmens, dessen Umfeld sowie die Besonderheiten der Branche berücksichtigen.

cc) Vorliegend waren sowohl angesichts der zu erwartenden weiterhin positiven Entwicklung des von der WOM bedienten Marktes als auch wegen der nach der Planung während der Detailplanungsphase im Vergleich zu Vergangenheitszeiträumen deutlich ansteigenden Umsätze und Margen mehrere Wachstumsfaktoren ersichtlich, welche naheliegend auch nach Abschluss der „näheren Phase“ noch für ein überdurchschnittliches Wachstum der organisch erzielten Überschüsse sorgen konnten.

Die Bewertungsgutachterin hat sich insoweit auf die Feststellung beschränkt, dass sich die WOM am Ende des Planungszeitraums in einem mengenmäßig eingeschwungenen Zustand befinde (vgl. Tz. 169 des Bewertungsgutachtens) und daher nur noch ein nachhaltiges Umsatzwachstum von 1 % zu erwarten sei. Zudem spiegele die Ende 2016 erreichte EBITDA-Marge von 18,6 % den oberen Wert der von der Gesellschaft erzielbaren Marge wider, so dass dauerhaft lediglich mit einer solchen von 16 % gerechnet werden könne.

dd) Der gerichtliche Sachverständige leitet die von ihm angestellten Überlegungen mit der Fest-

stellung ein, dass für die Frage der Modellierung der ewigen Rente das Zusammenspiel mehrerer Faktoren zu berücksichtigen ist.

So nennt er zum einen die für den Zeitraum der Rentenphase angenommene Reinvestitionsrate von 5%, entsprechend einem Betrag von 4 Mio. € pro Jahr, welche von der Höhe her dem Ansatz des letzten Planjahres entspricht. Diesbezüglich hält er fest, dass der Abschluss von Investitionen am Standort Ludwigsburg innerhalb des Detailplanungszeitraums eher gegen ein nachhaltiges Investitionsniveau in dieser Höhe sprechen würde. Soweit zum Ende 2016 nach den Angaben der Gesellschaft noch ein Investitionsstau am weiteren Standort Reichenbach vorläge, würde sich dies zwar auf den zunächst geringeren Investitionsbedarf in Ludwigsburg zum Teil kompensierend auswirken, auf der anderen Seite aber auch gerade gegen die Annahme eines eingeschwungenen Zustands sprechen.

Zum anderen analysiert er, welche EBITDA-Marge von der WOM langfristig erzielt werden kann. Zwar vertritt er - ähnlich wie die Bewertungsgutachterin - die Auffassung, dass über den Detailplanungszeitraum hinaus eine weitere Steigerung der Margen wegen des zunehmenden Kosten- und Preisdrucks nicht angenommen werden könne (vgl. Tz. 600 des Hauptgutachtens). Andererseits hält er die Annahme der Bewertungsgutachterin, dass für die Rentenphase eine EBITDA-Marge in Höhe des Durchschnitts der Detailplanungsphase in Ansatz gebracht werden müsse, für nicht nachvollziehbar. Soweit von einem zunehmenden Kostendruck sowohl auf der Beschaffungs- als auch auf der Absatzseite ausgehe, sei die WOM diesen Faktoren bereits im Zeitraum 2012 bis 2016 ausgesetzt und könne nach der Planung dennoch ein erhebliches Wachstum realisieren. Zudem beachte die Bewertungsgutachterin offensichtlich nicht, dass in der Marge des Jahres 2016 noch der an Stryker gewährte Rabatt enthalten sei, der in Zukunft jedoch nicht mehr zu berücksichtigen sei. Daher sei grundsätzlich anzunehmen, dass das Ende 2016 erreichte Margenniveau auch dauerhaft gehalten werden könne.

Schließlich seien die Annahmen von für die Rentenphase auch aus einem weiteren Grund nicht plausibel. So setze die Bewertungsgutachterin trotz der von ihr für die Detailplanungsphase vorgenommenen Anpassungen des Wechselkursniveaus zwischen USD und EUR den von der Gesellschaft ursprünglich angenommenen Kurs von 1,45 \$/€ an. Dies sei auch in Anbetracht des Umstandes, dass die WOM regelmäßig Sicherungsgeschäfte abschließe, nicht haltbar, da es darauf ankomme, von welchem dauerhaften Wechselkursniveau auszugehen sei.

Im Anschluss verprobt der Sachverständige im Rahmen einer (ersten) Szenariorechnung die

Auswirkungen eines niedrigeren als von angenommenen Investitionsniveaus in Verbindung mit EBITDA-Margen zwischen 16 % und 19,4 % auf den Wert der Aktie.

ee) Im Ergebnis hält er an der in der Planung der Bewertungsgutachterin in Ansatz gebrachten Reinvestitionsrate von 4 Mio. € fest, nimmt im Gegensatz zur Bewertungsgutachterin aber an, dass die Gesellschaft auf Dauer in der Lage sein wird, eine nachhaltige EBITDA-Marge von 17,7 % zu erwirtschaften. Hierzu führt er in Tz. 612 des Hauptgutachtens aus, dass diese Marge knapp unter der durchschnittlichen EBITDA-Marge nach Wechselkursanpassungen zum Bewertungsstichtag liege (17,9 %) und damit im sowohl die (margenerhöhende) Entwicklung der Wechselkurse bis hin zum Bewertungsstichtag als auch die (margenvermindernde) Anpassungen aufgrund eines weiter steigenden Kosten- bzw. Preisdrucks auf der Beschaffungs- bzw. der Absatzseite berücksichtige. Geringere EBITDA-Margen sehe er in Verbindung mit einer (Re-) Investitionsquote von 5 % nicht als plausibel an.

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

Er hat in seinem Bewertungsmodell daher eine Konvergenzphase eingefügt und zu diesem Zweck Szenarioberechnungen mit einer Kombination von Längen dieser Phase zwischen einem und fünfzehn Jahren sowie mit Wachstumsraten zwischen 0 % und 10 % 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 5 % jährlich am plausibelsten erscheint, um das weitere organische Wachstum der Unternehmenserlöse ab dem Jahr 2017 abzubilden.

Aufgrund dieser Annahme verschiebt sich der Beginn der Rentenphase im Berechnungsmodell des Sachverständigen vom Jahr 2017 auf das Jahr 2022. 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 2017 ein eingeschwungener Zustand erreicht sein sollte.

Der gerichtliche Sachverständige hält als Ergebnis fest, dass die von der Bewertungsgutachterin getroffene Annahme, dass die WOM nach dem Planungszeitraum nicht weiter wertsteigernd

wächst, nicht als plausibel anzusehen ist. Die Annahme, dass die Gesellschaft nach dem Ende der Detailplanungsphase im gleichen Umfang wie bisher organisch wachsen oder aber das Wachstum noch steigern kann, sei allerdings genauso wenig plausibel.

Naheliegend sei vielmehr anzunehmen, dass sich das wertsteigernde Wachstum abschwächen wird und nach dem Ende einer Konvergenzphase nur noch inflationsbedingtes Wachstum zu berücksichtigen ist. Nach dem Gutachten führt die Konvergenzphase jedoch nicht nur zu einem weiteren, sich sukzessive bis Ende des Jahres 2021 abschwächenden Wachstums der Umsätze und Ergebnisse. Vielmehr nimmt der Sachverständige eine Kompensation dahingehend vor, dass er zum Ende des erweiterten Detailplanungszeitraums annimmt, dass die für die ewige Rente anzusetzende EBITDA-Marge nunmehr nicht mehr bei 17,7 % liegt, sondern lediglich bei 16 %, was von der Höhe her der Annahme der Bewertungsgutachterin entspricht.

gg) Für problematisch hielt die Kammer zwar, dass der Sachverständige nicht in der Lage war, die Konvergenzphase im Einzelnen zu modellieren. In der Gesamtschau hielt die Kammer die vom Sachverständigen gefundene Lösung dennoch für wesentlich plausibler als das Ergebnis der Bewertungsgutachterin.

Fraglich blieb letztlich, auf welche Weise die Gesellschaft ein weiteres Mengenwachstum realisieren soll, wenn man mit deren Vorstand und der Bewertungsgutachterin davon ausgeht, dass mit dem Ende der Detailplanungsphase an den vorhandenen Standorten keine höheren Produktmengen mehr ausgestoßen werden können. Daher vertritt die Antragsgegnerin der Ansicht, die Einführung einer Konvergenzphase sei schlechthin fehlerhaft und führe zu einer unzutreffenden Überschätzung des Ertragswerts der Gesellschaft.

Der Sachverständige hat zu diesem Punkt im Rahmen seiner Anhörung vom 26. April 2022 ausgeführt, er habe in seinem Gutachten nicht die von der Gesellschaft und der Bewertungsgutachterin aufgestellte Prämisse in Frage stellen wollen, dass die vorhandenen Produktionskapazitäten mit dem Ende des Detailplanungszeitraums ausgeschöpft sein würden. Vielmehr sei er davon ausgegangen, dass innerhalb der Konvergenzphase eine Ausweitung der Produktion durch Kapazitätsoptimierungen möglich sein würde, welche er durch eine proportional mit dem Umsatz steigende Investitionsquote in Höhe von 5 % hinterlegt habe.

Diese Prämissen scheinen zwar in sich schlüssig zu sein, allerdings sind Erweiterungen der Anlagen der Gesellschaft neben den oben bereits angesprochenen Investitionen in die Produktions-



stätten in Reichenbach und Ludwigstadt nicht Bestandteil der Planung. Auch der Ansatz einer höheren Reinvestitionsraten dürfte in diesem Falle nicht dazu führen, dass der Ausstoß an Produkten weiter gesteigert werden kann. Soweit der Sachverständige Effizienzgewinne und Rationalisierungseffekte anführt, fehlt es an Ausführungen dazu, an welchen Stellen im Produktions- oder Vermarktungsprozess der Gesellschaft Raum für entsprechende Verbesserungen verbleibt. Der Sachverständige hat diesbezüglich nur ausgeführt, dass an einem der Standorte der WOM die Umstellung von einem Zweischicht- auf einen Dreischichtbetrieb möglich gewesen wäre.

Auf der anderen Seite wäre es ökonomisch aber auch nur wenig nachvollziehbar, wenn die Gesellschaft trotz eines weiter wachsenden Marktes mit entsprechender Nachfrage durch ihre Kunden nicht versuchen würde, ihre Produktion weiter zu optimieren, um zumindest eine begrenzte Ausweitung der Umsätze und Erlöse zu erreichen. Daher kann und muss unterstellt werden, dass die WOM nach 2016 auch ohne konkrete Pläne zur Expansion der Fertigungsanlagen nach Möglichkeiten suchen würde, mehr Produkte herzustellen – etwa, wie der Sachverständige angemerkt hat – durch eine maximale Auslastung der beiden Standorte.

hh) Jedenfalls war der Einwand der Antragsgegnerin, die in Ansatz gebrachte Investitionsquote sei allein zur Erhaltung des Anlagevermögens in der Rentenphase erforderlich, für die Kammer nicht nachvollziehbar. Angesichts der Feststellung des Sachverständigen, dass der Investitionsstau am Standort Reichenbach Ende 2016 noch nicht beseitigt sein würde, wohingegen die Modernisierungen in Ludwigsburg abgeschlossen waren, übersteigt der Betrag offensichtlich die für beide Standorte notwendigen Erhaltungsaufwendungen. In der überschießenden Höhe stehen damit Mittel für ein moderates weiteres Wachstum in der ewigen Rente zur Verfügung.

Vor diesem Hintergrund war das Ergebnis des Sachverständigen zu den für die ewige Rente angezeigten Modifikationen letztlich trotz der verbleibenden inhaltlichen Detailschwächen bei der Begründung der Einführung der Konvergenzphase plausibel. Dies gilt vor allem aufgrund des Umstandes, dass anderenfalls sowohl die Höhe der dauerhaften Investitionsrate als auch die ergebniserhöhenden Veränderungen im Wechselkurs zwischen US-Dollar unberücksichtigt bleiben würden.

ii) Schließlich hat der Sachverständige in Tz. 97 seines Ergänzungsgutachtens ausgeführt, dass sich ein ähnlicher Wert pro Aktie ergeben würde, wenn statt der Einführung einer Konvergenzphase eine dauerhafte EBITDA-Marge von 17,7 % bei einem Wachstumsabschlag von 1,2

% in Ansatz gebracht würden. Angesichts der oben geschilderten generell guten Wachstumsaussichten der Branche, in welcher die WOM tätig ist, könnte der Ansatz eines gegenüber dem Bewertungsgutachten um 0,2 %-Punkte höheren Wachstumsabschlags nicht als unplausibel angesehen werden. Auch aus dieser Erwägung heraus folgt die Kammer der Lösung des gerichtlichen Sachverständigen.

#### **e) 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 anzusetzen.

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 Wachstumsabschlag ist insofern nicht erforderlich. Im Rahmen der ewigen Rente scheidet eine Berücksichtigung des thesaurierungsbedingten Wachstums hingegen aus, da die thesaurierten Über-

schüsse 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 . . . in Tz. 199 f. nur eine sehr untergeordnete Stellung eingeräumt wird, ist dessen Bestimmung durch das komplexe Zusammenspiel von Wachstum, Risiko, Inflation, Ausschüttung sowie dem Zusammenhang zwischen finanziellen Überschüssen und Kapitalisierungszinssatz nicht trivial (vgl. auch Simon/Leverkus, a.a.O., Rz. 135 Anh § 11 SpruchG).

dd) Bei der Betrachtung der für die Höhe des Wachstumsabschlages maßgeblichen Faktoren stellt sich grundsätzlich die Frage, ob für die Erwartung, mit welcher Intensität die künftigen Cash-flows 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 eine einheitliche Auffassung zu erkennen wäre. Jedenfalls ist der Wachstumsabschlag nicht mit der Geldentwertungsrate 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 Basiszinssatz 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 Wachstumsabschlages 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 LBBH AG als im Wesentlichen auf die Erbrin-

gung von Finanzdienstleitungen 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 IT-Technik, Marketing- sowie Personalaufwendungen. Hinzu kommen Belastungen des Ergebnisses durch regulatorische Anforderungen.

ee) Soweit von Antragstellerseite häufig eingewandt wird, ein unterhalb der (Ziel-) Inflationsrate der EZB liegende Wachstumsrate sei unplausibel, wäre 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 einer konkreten Unternehmensbewertung wird im eingeschwungenen Zustand stets eine Gesellschaft unterstellt, der - jedenfalls von außen - kein weiteres Kapital zugeführt wird. Eine derartige Entwicklung wird in der realen Wirtschaft kaum anzutreffen sein, so dass empirisch beobachtbare Wachstumsraten nur bedingt mit den im Rahmen der Unternehmensbewertung anzusetzenden Raten vergleichbar sind (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 1,0 %, wie er vorliegend angesetzt worden ist, 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).

gg) Die Bewertungsgutachterin hat ihre Feststellung, langfristig ein Wachstum der finanziellen Überschüsse der WOM AG von jährlich 1,0 % für möglich zu halten, nur pauschal mit der erreichten Kapazitätsgrenze der Produktion, eingeschränkten Möglichkeiten der Überwälzung von Preissteigerungen und dem zunehmenden Kostendruck im Medizinmarkt begründet, was angesichts der oben beschriebenen Mehrzahl von Einflussfaktoren nicht ausreichend war.

Die Barabfindungsprüferin hat in ihrem Gutachten keine eigenen Ausführungen zur Frage des Wachstumsabschlags, sondern sich auf die Darstellung der Ableitung der ewigen Rente durch ; beschränkt.

Der gerichtliche Sachverständige hat in Tz. 792 ff. seines Gutachtens zunächst zutreffend klargestellt, dass mit der Einführung der Konvergenzphase zwischen Detailplanungsphase und ewiger Rente auch die Annahme verbunden ist, dass keinerlei organisches Wachstum mehr stattfindet, welches im Rahmen des Wachstumsabschlags abzubilden wäre.

Zur Bestimmung der Höhe des inflationsgetriebenen Wachstums untersucht er dann zunächst die Entwicklung des Verbraucherpreisindex in den Jahren 2000 bis 2011. Die entsprechenden Daten konnten allerdings keinen ausreichenden Hinweis auf die Wachstumsraten von Unternehmen bilden, da hier andere (Preis-) Faktoren eine Rolle spielen als bei der Entwicklung des für Verbraucher typischen Warenkorbs. Er hat anschließend die Erzeugerpreise für Endoskope für medizinische Zwecke sowie für andere Apparate und Geräte für medizinische und chirurgische Zwecke betrachtet. Hier wären gegenläufige Tendenzen zu erkennen, da deutlich ansteigenden

Preisen auf der einen Seite stagnierende bis sinkende Preise auf der anderen Seite gegenüberstanden.

Insgesamt gelangt der Sachverständige zu dem Ergebnis, dass unter Berücksichtigung der Ergebnisse seiner Analysen (1,60 % - Verbraucherpreisindex, 2,60 % Erzeugerpreisindex für Endoskope für medizinische Zwecke, -0,10 % Erzeugerpreisindex für andere Apparate für medizinische und chirurgische Zwecke und des mittel- bis langfristig zu erwartenden Markt- und Wettbewerbsumfelds der WOM eine Wachstumsrate in Höhe von 1,00 % ab dem Jahr 2022 als plausibel (naheliegend) anzusehen ist.

hh) Die Kammer schließt sich dieser Wertung an, da keine konkreten Anhaltspunkte dafür ersichtlich sind, dass sich nach der Konvergenzphase eine dauerhaft positivere Entwicklung der WOM AG ergeben könnte. Da nach dem Bewertungsmodell – auch des Sachverständigen – eine (über-) proportionale Beteiligung der Gesellschaft am weltweiten MIC-Markt wegen der begrenzten Fertigungskapazitäten nicht möglich ist, war nicht ersichtlich, dass eine höhere Wachstumsrate angesetzt werden müsste oder könnte.

Auch die Antragsteller, welche die Wachstumsrate von 1,0 % als zu niedrig kritisieren, haben nicht nachvollziehbar begründen können, aus welchen Erwägungen heraus zwingend eine höhere Wachstumsrate in Ansatz zu bringen sein soll. Insoweit war zu berücksichtigen, dass die EZB als anzustrebende Inflationsrate für den Euro-Raum zwar eine Zielgröße von 2,0 % vorgibt, dieser Wert in der Bundesrepublik sowohl vor als auch unmittelbar nach dem Bewertungsstichtag regelmäßig unterschritten wurde. Eine rein inflationsgetriebene Wachstumsrate kann daher nach Ansicht der Kammer diese Zielgröße jedenfalls regelmäßig nicht übersteigen. Im Übrigen ist den Einwänden der Antragsteller bereits durch die Annahme eines weiteren organischen Wachstums nach 2017 Genüge getan.

ii) Abschließend ist seit der Anwendung des IDW S1 2005 darüber hinaus zu berücksichtigen, dass sich Wachstumseffekte auch 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



punkt 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 legende 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 öffentliche Bekanntgabe der Absicht der Antragsgegnerin, einen Ausschluss der Minderheitsaktionäre durchführen zu wollen, erfolgte am 13. Februar 2012, sodass für die Ermittlung des Börsenkurses der Zeitraum zwischen dem 13. November 2011 und dem 12. Februar 2012 maßgeblich war.



d) Die Kammer sah keine Veranlassung, von der Rechtsprechung des BGH zum Beginn des maßgeblichen Referenzzeitraums für die Bestimmung des durchschnittlichen Börsenkurses abzuweichen. Sie hält diese im Gegensatz zur Auffassung der Antragstellerin zu 21) im Ergebnis nicht für verfassungswidrig. Vielmehr ist es sinnvoll, auf die Kursentwicklung in einem Zeitraum abzustellen, in dem diese von der zukünftigen Strukturmaßnahme und eventuellen Abfindungsspekulationen unbeeinflusst ist und die Markterwartungen an die Erfolgsaussichten des Unternehmens widerspiegelt.

e) Für den oben genannten Referenzzeitraum ergab sich ein gewichteter durchschnittlicher inländischer Börsenkurs gemäß § 5 Abs. 3 WpÜG-AngVO nach den Ermittlungen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht in Höhe von 12,72 EUR. Dieser erfüllte nach den Analysen der Bewertungsgutachterin die Liquiditätskriterien gemäß § 5 Abs. 4 WpÜG-AngVO. Zwar fand, auch bedingt durch nur noch geringen Streubesitz, nicht mehr an jedem Handelstag auch ein Börsenhandel mit Aktien der WOM AG statt. Vielmehr war dies nur an 40 von 64 beobachteten Tagen im Referenzzeitraum der Fall, was einer Handelsquote von 62,5 % entsprach. Allerdings ergaben sich nach den Feststellungen von | keine Kurssprünge, die über 5 % lagen. Es bestanden daher keine konkreten Anhaltspunkte für das Bestehen einer Marktengpass, so dass einzelne Aktionäre wahrscheinlich in der Lage gewesen wären, ihre Anteile zum Durchschnittskurs zu veräußern.

Methodische Fehler bei der Ermittlung des Börsenkurses waren nicht ersichtlich und sind von Antragstellerseite nicht geltend gemacht worden.

e) Es 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. Die Voraussetzung für eine derartige Anpassung lagen nicht vor, da zwischen der öffentlichen Ankündigung der Strukturmaßnahme durch die Antragsgegnerin am 13. Februar 2012 und dem Hauptversammlungstermin am 4. Juni 2012 mit knapp fünf Monaten kein „längerer Zeitraum“ im Sinne der genannten Entscheidung lag.

f) Hinweise für eine Kursbeeinflussung durch die Gesellschaft oder die Antragsgegnerin lagen nicht vor.

aa) Unter welchen Voraussetzungen Börsenkurse im Spruchverfahren als hinreichend aussagekräftig anzusehen sind, bleibt aus verfassungsrechtlicher Sicht der fachrichterlichen Prüfung und Würdigung überlassen. Die abstrakte Gefahr der Manipulierbarkeit oder die bloße, unbewiesene Behauptung einer Manipulation eines einzelnen Börsenkurses reicht jedenfalls nicht aus, um die Aussagekraft von Börsenkursen als Bewertungsgrundlage generell in Frage zu stellen (vgl. BVerfG, Nichtannahmebeschluss vom 26. April 2011 – 1 BvR 2658/10 – „Deutsche Telekom/T-Online“, Tz. 25 zitiert nach juris).

bb) Zwar ist es denkbar, dass festgestellte Börsenkurse kein Angemessenheitsurteil ermöglichen, wenn diese wesentlich durch eine Kursmanipulation im Wege gezielter Falschinformationen beeinflusst wurden oder durch nachgewiesenen Insiderhandel zustande gekommen sind. Diesbezüglich reicht es aber nicht aus, dass lediglich die Vermutung geäußert wird, es sei im Vorfeld der Strukturmaßnahme und deren Ankündigung zu Kursbeeinflussungen gekommen. Derartige bloße Mutmaßungen sind auch nicht geeignet, zu Nachforschungspflichten durch das Gericht im Rahmen des im Spruchverfahren eingeschränkten Amtsermittlungsgrundsatzes zu führen. Vor Manipulation schützen nämlich zum einen bereits die sanktionsbewehrten kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten (§ 15 WpHG a.F.), das kapitalmarktrechtliche Insiderhandelsverbot und zum anderen das Verbot der Marktmanipulation (Art. 14, 15 der Marktmissbrauchs-Verordnung).

cc) Im Übrigen hat der BGH ausgeführt, dass Manipulationen erheblich erschwert, mit einiger Wahrscheinlichkeit sogar ausgeschlossen werden, wenn (wie hier geschehen) ein durchschnittlicher Referenzkurs gewählt wird (vgl. BGH, Beschluss vom 12. März 2001 – II ZB 15/00 –, Tz. 24 zitiert nach juris).

## **17. Vorerwerbspreise**

Eine weitere 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 haben.

a) 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 Erwerbs-

preis 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).

b) 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).

c) Die Antragsgegnerin hat mitgeteilt, dass sie im Jahr 2012 ein Aktienpaket des Gründers der Gesellschaft Wiest für einen Kaufpreis von 8,50 EUR je Stückaktie erworben hat. Angesichts der deutlichen Diskrepanz zwischen diesem Betrag auf der einen Seite und dem Börsenkurs sowie dem auf der Grundlage des gerichtlichen Sachverständigengutachtens ermittelten Ertragswert auf der anderen Seite musste die oben geschilderte Problematik hinsichtlich einer möglichen Berücksichtigung von Vorerwerbspreisen nicht weiter erörtert werden. Es war weder ersichtlich noch ist von den Antragstellern konkret geltend gemacht worden, dass die Angaben der Antragsgegnerin entweder unzutreffend sind oder sie über das Aktienpaket des Herrn Wiest hinaus in erheblichem Umfang Aktien zu einem deutlich höheren Preis erworben hätte.

## **18. Liquidationswert**

Die Betrachtung eines Liquidationsszenarios der WOM AG konnte zu keinem höheren Unternehmenswert führen.

a) In Rechtsprechung und Lehre ist anerkannt, dass der so genannte Liquidationswert im konkreten Bewertungsfall 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 das 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/Gayk, a.a.O., Rz. 82 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 WOM AG wird nach der vorliegenden Planung dauerhaft profitabel arbeiten, da die prospektierten Einnahmen die Ausgaben regelmäßig übersteigen sollen. Eine Liquidation der Gesellschaft ist nicht vorgesehen, eine entsprechende Absicht der Antragsgegnerin haben die Antragsteller auch nicht behauptet. Vor diesem Hintergrund war eine lediglich überschlägige Betrachtung der Höhe eines fiktiven Liquidationserlöses ausreichend. Diesbezüglich ist die Bewertungsgutachterin in der Tz. 210 ff. ihrer Stellungnahme zu dem Ergebnis gelangt, dass der Liquidationswert deutlich unterhalb des Ertragswerts liegt und damit für die Zwecke dieses Verfahrens unbeachtlich ist.

c) Zwar teilt die Bewertungsgutachterin die Höhe des von ihr ermittelten Liquidationswerts nicht mit, da sie diesen aufgrund des von ihr ermittelten Betrages für unbeachtlich hält. Die Barabfindungsprüferin erklärt gleichfalls, lediglich eine überschlägige vereinfachte Abschätzung eines möglichen Liquidationswerts vorgenommen zu haben. Die sich hierbei ergebende Wertindikation habe jedoch deutlich unterhalb des Ertragswerts gelegen. Dies war jedoch dem Grunde nach nicht zu beanstanden, dass eine nähere Ausermittlung unterbleiben kann, wenn sich bei Betrachtung der maßgeblichen Parameter nicht die Vermutung ergibt, dass der zu erzielende Erlös den Ertragswert übersteigen könnte.

## **19. Substanzwert**

Auch der Substanzwert der WOM AG war nicht zu ermitteln, auch wenn sich im Prüfgutachten hierzu Ausführungen finden (Tz. 471 ff.). Der Substanzwert als Rekonstruktionswert des Unternehmens ist für die Unternehmensbewertung nämlich regelmäßig ungeeignet (vgl. Großfeld, a.a.O., Rz. 240). 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).

Dieser Analyse schließt sich die Kammer neben den oben geschilderten Bedenken grundsätzlicher Art an.

### **C. Kosten**

1. Die Verfahrenskosten waren der Antragsgegnerin aufzuerlegen. Dies ergab sich ohne weiteres aus der Vorschrift des in § 23 Nr. 14 GNotKG, wonach in Spruchverfahren ausschließlich der Antragsgegner Schuldner der Gerichtskosten ist.

2. Wegen des Verfahrensergebnisses war darüber hinaus der Antragsgegnerin die Pflicht zur Erstattung der notwendigen außergerichtlichen Kosten der Antragsteller aufzuerlegen, § 15 Abs. 2 SpruchG. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass ein Erfolg der Spruchverfahrensanträge regelmäßig zur Folge hat, dass die Antragsteller gegen die Antragsgegnerin einen Anspruch auf Erstattung ihrer notwendigen Auslagen besitzen. Dabei kommt es nicht auf die im Einzelnen erstrebte, sondern auf die tatsächlich als Ergebnis des Verfahrens erfolgte relative Erhöhung der zu zahlenden Abfindung an (vgl. Simon/Winter, a.a.O., Rz. 93 zu § 15 SpruchG).

3. Eine Kostenerstattung soll unter Berücksichtigung des Verfahrensausgangs aber nur dann angeordnet werden, wenn dies der Billigkeit entspricht. Hieraus folgt, dass 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). Aus diesem Grunde war hinsichtlich des Antragstellers zu 17), dessen Anträge als unzulässig verworfen worden ist, keine Kostenerstattung anzuordnen.

#### D. Geschäftswert

Die Höhe des für die Gerichtsgebühren maßgeblichen Geschäftswerts bestimmt sich nach § 74 GNotKG. Danach entspricht der Geschäftswert im Spruchverfahren dem Betrag, der von allen in § 3 SpruchG genannten Antragsberechtigten - nicht nur den Antragstellern im Verfahren - nach der Entscheidung des Gerichts zusätzlich zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt gefordert werden kann. Das ergibt eine Summe von 1.076.752,77 EUR (= Erhöhungsbetrag je Aktie von 1,59 EUR multipliziert mit der Anzahl von 677.203 am Bewertungsstichtag außenstehenden Aktien, die von Minderheitsaktionären gehalten wurden).

Dieser Wert ist nach § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG zugleich auch der Gegenstandswert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters.

#### E. Rechtsmittel

Eine gesonderte Zulassung der Beschwerde nach Maßgabe des § 61 Abs. 3 FamFG war nicht veranlasst, da die Rechtssache keine grundsätzliche Bedeutung hat oder die Fortbildung des Rechts oder die Sicherung einer einheitlichen Rechtsprechung eine Entscheidung des Beschwerdegerichts erfordern.

#### Rechtsbehelfsbelehrung:

Gegen diesen Beschluss findet das Rechtsmittel der **Beschwerde** statt.

Die Beschwerde ist nur zulässig, wenn der Wert der Hauptsache 600,00 € übersteigt.

Die Beschwerde ist binnen einer Frist von einem Monat (Beschwerdefrist) bei dem

Landgericht Berlin II  
Littenstraße 12-17  
10179 Berlin

einzulegen.

Die Frist beginnt mit der schriftlichen Bekanntgabe des Beschlusses. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Zustellung nach den Vorschriften der Zivilprozessordnung, ist das Datum der Zustellung maßgebend. Erfolgt die schriftliche Bekanntgabe durch Aufgabe zur Post und soll die Bekanntgabe im Inland bewirkt wer-

den, gilt das Schriftstück 3 Tage nach Aufgabe zur Post als bekanntgegeben, wenn nicht der Beteiligte glaubhaft macht, dass ihm das Schriftstück nicht oder erst zu einem späteren Zeitpunkt zugegangen ist. Kann die schriftliche Bekanntgabe an einen Beteiligten nicht bewirkt werden, beginnt die Frist spätestens mit Ablauf von 5 Monaten nach Erlass des Beschlusses. Fällt das Fristende auf einen Sonntag, einen allgemeinen Feiertag oder Sonnabend, so endet die Frist mit Ablauf des nächsten Werktages.

Die Beschwerde wird durch Einreichung einer Beschwerdeschrift oder zur Niederschrift der Geschäftsstelle eingelegt. Die Beschwerde kann zur Niederschrift eines anderen Amtsgerichts erklärt werden; die Beschwerdefrist ist jedoch nur gewahrt, wenn die Niederschrift rechtzeitig bei dem Gericht, bei dem die Beschwerde einzulegen ist, eingeht. Die Beschwerdeschrift bzw. die Niederschrift der Geschäftsstelle ist von dem Beschwerdeführer oder seinem Bevollmächtigten zu unterzeichnen.

Die Beschwerde muss 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.

Rechtsbehelfe, die durch eine Rechtsanwältin, einen Rechtsanwalt, durch eine Notarin, einen Notar, durch eine Behörde oder durch eine juristische Person des öffentlichen Rechts einschließlich der von ihr zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben gebildeten Zusammenschlüsse eingereicht werden, sind **als elektronisches Dokument** einzureichen, es sei denn, dass dies aus technischen Gründen vorübergehend nicht möglich ist. In diesem Fall bleibt die Übermittlung nach den allgemeinen Vorschriften zulässig, wobei die vorübergehende Unmöglichkeit bei der Ersatzeinreichung oder unverzüglich danach glaubhaft zu machen ist. Auf Anforderung ist das elektronische Dokument nachzureichen.

Elektronische Dokumente müssen

- 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.