

Landgericht Frankfurt am Main
5. Kammer für Handelssachen

03.03.2025

Aktenzeichen: 3-05 O 79/19

Es wird gebeten, bei allen Eingaben das
vorstehende Aktenzeichen anzugeben



Beschluss

In dem Spruchverfahren

wegen der Angemessenheit der Barabfindung der ausgeschlossenen
Minderheitsaktionäre der Elektrische Licht- und Kraftanlagen AG

hat die 5. Kammer für Handelssachen des Landgerichts Frankfurt am Main
durch Vorsitzende Richterin am Landgericht
sowie die Handelsrichter
nach mündlicher Verhandlung vom 23.01.2025
am 21.02.2025 beschlossen:

Die Anträge, eine höhere Abfindung als 69,39 Euro festzusetzen, werden
zurückgewiesen.

Die Anträge, eine Verzinsung der Nachzahlung auszusprechen, werden
zurückgewiesen.

Die gerichtlichen Kosten des Verfahrens, auch des Beschwerdeverfahrens, einschließlich der Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre sowie ihre außergerichtlichen Kosten hat die Antragsgegnerin zu tragen.

Eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller findet nicht statt.

Der Geschäftswert für die Gerichtskosten und der Wert für die Vergütung des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre werden auf insgesamt 200.000,00 Euro festgesetzt.

Die Beschwerde wird nicht zugelassen, wenn die Beschwer 600,00 Euro nicht übersteigt.

Gründe

A.

Die Antragsteller machen im Wege des Spruchverfahrens gegen die Antragsgegnerin eine höhere Abfindung nach § 327a AktG als 69,39 Euro nach auf der Hauptversammlung vom 24.05.2018 beschlossenen Ausschluss der Minderheitsaktionäre („Squeeze-out“) der Elektrische Licht- und Kraftanlagen Aktiengesellschaft geltend.

Die Antragsteller waren Aktionäre der Elektrische Licht- und Kraftanlagen Aktiengesellschaft (im Folgenden auch: Elikraft AG) mit Sitz in Borken.

Das Grundkapital der Elikraft AG betrug 11.250.000,00 DM und war eingeteilt in 225.000 auf den Inhaber lautende Stückaktien. Die Aktien der Elikraft AG wurden im regulierten Markt an der Börse Hamburg unter der ISIN DE0005254007 / WKN 525400 sowie im Freiverkehr an den Börsen Frankfurt, Stuttgart und Berlin gehandelt.

Die Elikraft AG ist im Handelsregister des Amtsgerichts Fritzlar eingetragen (HRB 8129). Gegenstand des Unternehmens war die Erzeugung und Beschaffung von sowie die Versorgung, der Vertrieb und der Handel mit Energie sowie deren Transport oder Übertragung sowie der Erwerb und die Verwaltung von Beteiligungen sowie der Erwerb, die An- und Vermietung, die Verwaltung und die Veräußerung von Anlagevermögen jeglicher Art, insbesondere im Parkhaus- und Parkraumgewerbe.

Die Elikraft AG (als Muttergesellschaft) verfügte über zwei Tochtergesellschaften, nämlich die Park-Bau Verwaltungsgesellschaft mbH & Co. KG (im Folgenden auch: Park-Bau KG) sowie die Park-Bau Verwaltungsgesellschaft mbH (im folgenden Park-Bau GmbH). An der Park-Bau KG hielt die Elikraft AG einen Kapitalanteil von 94,54 %, an der Park-Bau GmbH einen Kapitalanteil von 100 %. Im Jahr 2018 beschäftigte die Unternehmensgruppe durchschnittlich auf Vollzeitkräfte umgerechnet 4 Mitarbeiter. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit war der Betrieb der an der Lahn gelegenen Wasserkraftwerke Diez und Kirschhofen, deren Eigentümerin die Elikraft AG war.

Zudem ist die Tochtergesellschaft Park-Bau KG Eigentümerin einer Parkhausimmobilie. Die Park-Bau GmbH ist als Verwalterin von Parkhausimmobilien tätig.

Der Vorstand der Elikraft AG besteht aus einer Person. Bei dieser handelt es sich um den persönlich haftenden Gesellschafter der Antragsgegnerin.

Hauptaktionärin der Elikraft AG war die Antragsgegnerin,
vertreten durch den persönlich haftenden Gesellschafter

Mit Schreiben vom 05.12.2018 stellte die Antragsgegnerin gegenüber dem Vorstand der Elikraft AG das Verlangen, über den Ausschluss der Minderheitsaktionäre gem. §§ 327a ff. AktG (sog. „Squeeze-out“) zu beschließen. Zu diesem Zeitpunkt hielt die Antragsgegnerin 218.820 Aktien, mithin 95,03 % des Grundkapitals.

Die Antragsgegnerin hatte für die Ermittlung der angemessenen Barabfindung

mit einem Bewertungsgutachten beauftragt. Das Bewertungsgutachten der (Anlage zum Schreiben vom 05.09.2019, BI. XXXVIII 1 d.A.; im Folgenden auch: Bewertungsgutachten oder Gutachterliche Stellungnahme) ermittelte eine Abfindung zum 01.01.2019 von 62,79 Euro je Aktie nach dem Ertragswertverfahren. Der Börsenkurs im 3-monatigen-Referenzzeitraum vor dem 05.12.2018 sei nicht aussagekräftig. Das Bewertungsgutachten setzte bei der Kapitalisierung einen Basiszins von 1 % vor Steuern, eine Marktrisikoprämie von 5,5 nach persönlichen Steuern und einen mittels einer *peer group* ermittelten Beta-Faktor unverschuldet von 0,37 und verschuldet von 0,42-0,45 sowie einen Wachstumsabschlag von 1,0 an. Wegen der Einzelheiten wird auf die gutachterliche Stellungnahme als Anlage zu dem Übertragungsbericht verwiesen.

Auf Antrag der Antragsgegnerin hat das Landgericht Frankfurt am Main mit Beschluss vom 11.12.2018 (Az. 3-05 O 161/18)

(im Folgenden auch: sachverständige Prüferin oder Prüferin) zur sachverständigen Prüferin für die Angemessenheit der Barabfindung nach

§ 327b AktG bestellt. In ihrem Prüfungsbericht vom 11.04.2019 wird die Angemessenheit der Höhe der Barabfindung von 62,79 Euro bestätigt. Wegen der weiteren Einzelheiten wird auf den Prüfbericht verwiesen.

Mit Schreiben vom 23.05.2019 teilte die Antragsgegnerin dem Vorstand der Elikraft AG mit, dass aufgrund einer zwischenzeitlich eingetretenen Verringerung des Basiszinssatzes die Barabfindung auf 69,39 Euro erhöhen werde.

In der Hauptversammlung der Elikraft AG vom 24.05.2018 wurde beschlossen, die Aktien der übrigen Aktionäre gegen eine Barabfindung in Höhe von 69,39 Euro je Aktie auf die Antragsgegnerin zu übertragen.

Dieser Beschluss wurde am 31.07.2019 in das Handelsregister eingetragen. Zu diesem Zeitpunkt befanden sich noch 11.180 Aktien der Elikraft AG in Streubesitz.

Beginnend ab dem 14.08.2019 leiteten die Antragsteller ein Spruchverfahren mit dem Ziel ein, die Angemessenheit der Abfindung gerichtlich prüfen zu lassen.

Die Antragsteller beanstanden bezüglich des Ertragswertverfahrens im Wesentlichen die Parameter des Kapitalisierungszinssatzes. So sei die Marktrisikoprämie mit 5,5 % zu hoch und der Wachstumsfaktor mit 1 % zu niedrig. Der Stichtag sei falsch, es fehle die erforderliche Hochrechnung. Die Planung sei unzureichend und unplausibel, insbesondere vor dem Hintergrund steigender Strompreise.

Sie sind der Ansicht, der Börsenkurs hätte berücksichtigt werden müssen.

Der gemeinsame Vertreter der außenstehenden Aktionäre ist der Ansicht, es habe nach dem Börsenkurs abgefunden werden müssen; er berechnete insoweit unter Berücksichtigung von Börsenkursen der Börsen Hamburg und Stuttgart einen durchschnittlichen 3-Monatskurs in Höhe von 77,79 Euro, welcher noch hochzurechnen sei.

Des Weiteren ist er hinsichtlich der Ertragswertbewertung u.a. der Ansicht, bereits die unterlassene Aufzinsung zum Bewertungsstichtag hätte zu einem Wert von 70,21 Euro

führen müssen. Der Basiszins hätte wegen unzutreffender Rundung durch die Antragsgegnerin nur in Höhe von 0,7 % berücksichtigt werden dürfen. Das letzte Planjahr sei nicht mit dem Wachstumsfaktor, sondern lediglich in Höhe von 0,63 % fortgeschrieben worden. Der unverschuldete Beta-Faktor sei falsch gewichtet, der Verschuldungsgrad für die ewige Rente fehlerhaft abgeleitet worden.

Die Antragsgegnerin verteidigt die Höhe der Abfindung. Insbesondere könne der Börsenkurs nicht berücksichtigt werden. Aus der Aufstellung des gemeinsamen Vertreters gehe hervor, dass an den beiden aufgeführten Börsenplätzen jeweils an weniger als 7 % der Börsenhandelstage überhaupt ein realer Handel durch Kauf und Verkauf der Aktien zustande gekommen war, ebenso, dass die Börsenkurse zwischen den Börsen Hamburg und Stuttgart an einer Vielzahl gleicher Börsenhandelstage teils erheblich, vielfach über 10 % voneinander abgewichen seien.

Das Landgericht Frankfurt am Main hat mit Beschluss vom 13.08.2020 (Bl. XXXVIII 261 ff. d.A.) die angemessene Abfindung gemäß § 327a AktG in Höhe von 77,79 Euro festgesetzt. Zur Begründung hat es im Wesentlichen ausgeführt, als Bewertungsmethode sei vorliegend die Heranziehung der Börsenkurse angemessen. Wegen der Begründung im Einzelnen wird auf den Beschluss Bezug genommen.

Gegen die Entscheidung haben die Antragsteller zu 9) und 10) (Bd. XXXVIII Bl. 308 d.A.), zu 26) und 27) (Bd. XXXIX Bl. 6 d.A.), zu 38) bis 40) (Bd. XXXIX Bl. 11 d.A.), zu 42) und 46) (Bd. XXXIX Bl. 16 d.A.), zu 47) bis 51) (Bd. XXXIX Bl. 22 d.A.), zu 52) bis 54) (Bd. XXXIX Bl. 1 d.A.), zu 55 und 56) (Bd. XXXIX Bl. 27 d.A.) und zu 58) und 59) (Bd. XXXIX Bl. 33 d.A.) Beschwerde eingelegt.

Das Landgericht hat mit Beschluss vom 25.09.2021 (Bd. XXXIX Bl. 42 ff. d.A.) den Beschwerden nicht abgeholfen.

Mit Beschluss vom 15.06.2022 (Az. 21 W 135/20, Bd. XL Bl. 390 ff. d.A.) hat das Oberlandesgericht Frankfurt am Main den Beschluss vom 13.08.2020 aufgehoben und das Verfahren zur erneuten Verhandlung und Entscheidung – auch über die Kosten des Beschwerdeverfahrens – an das Landgericht Frankfurt am Main zurückverwiesen. Zur

Begründung hat es ausgeführt, dass der vom Landgericht zur Begründung herangezogene Börsenkurs vorliegend keine geeignete Methode zur Schätzung des Unternehmenswertes darstelle, weil eine hinreichende Aussagekraft nicht verfahrensfehlerfrei festgestellt worden sei. Eine Schätzung des Unternehmenswertes könne auch – noch – nicht auf der Grundlage des Ertragswertverfahrens erfolgen. Vielmehr sei, insbesondere in Bezug auf die Ableitung der ewigen Rente sowie den Kapitalisierungszinssatz, ein Sachverständigengutachten einzuholen.

Mit Beweisbeschluss vom 07.11.2022 (Bd. XL Bl. 468 ff. d.A.) hat das Landgericht Frankfurt am Main die Einholung eines Sachverständigengutachtens angeordnet. Mit Beschluss vom 17.12.2024 (Bd. XL Bl. 761 d.A.) hat das Gericht dem Sachverständigen aufgegeben, zu Nachfragen zum Gutachten ergänzend Stellung zu nehmen. Für das Ergebnis der Beweisaufnahme wird auf das Sachverständigengutachten des Sachverständigen vom 31.07.2024 (Aktenlasche; eingegangen bei Gericht am 05.08.2024, Bd. XL Bl. 700 d.A.; im Folgenden auch: GA) sowie die ergänzende Stellungnahme vom 09.01.2025 (seit 01.01.2025 führende eAkte, Bl. 882 ff.) des Sachverständigen Bezug genommen.

B.

I. Die Anträge sind zulässig. Insbesondere waren die Antragsteller im Zeitpunkt der Antragstellung jeweils ausgeschiedene (Minderheits-)Aktionäre der Elikraft AG, § 3 S. 1 Nr. 2, S. 2 SpruchG. Die Anträge der Antragsteller sind auch jeweils innerhalb von 3 Monaten nach Wirksamwerden des Ausschlusses bei Gericht eingegangen, § 4 Abs. 1 S. 1 Nr. 3 SpruchG; der Beschluss der Hauptversammlung vom 24.05.2018, die Aktien der übrigen Aktionäre gegen eine Barabfindung in Höhe von 69,39 Euro je Aktie auf die Antragsgegnerin zu übertragen, wurde am 31.07.2019 in das Handelsregister eingetragen; sämtliche Anträge sind spätestens am 31.10.2019 bei Gericht eingegangen.

Das Landgericht Frankfurt am Main ist zudem sachlich gem. § 2 Abs. 1 SpruchG und örtlich gemäß § 2 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 38 Nr. 5 JuZuV zuständig; die Elikraft AG hat ihren Sitz in Hessen, nämlich in Borken. Funktional zuständig ist nach § 2 Abs. 3 SpruchG die Kammer für Handelssachen.

II. Die Anträge sind unbegründet.

Eine Erhöhung der festgelegten Barabfindung von 69,39 Euro je Aktie war nicht vorzunehmen. Die festgelegte Barabfindung ist nicht unangemessen.

1. Eine Erhöhung der Barabfindung ergibt sich nicht deshalb, weil die Angemessenheit der festgelegten Barabfindung nach dem anhand des Börsenwertes bestimmten Unternehmenswert zu schätzen wäre. Vielmehr kann der Börsenwert vorliegend keine Grundlage für die Schätzung darstellen.

a) Die Hauptversammlung einer Gesellschaft kann nach § 327a Abs. 1 S. 1 AktG die Übertragung der Aktien der Minderheitsaktionäre auf den Hauptaktionär gegen

Gewährung einer angemessenen Barabfindung beschließen; dabei hat nach § 327b Abs. 1 S. 1 AktG die vom Hauptaktionär festgelegte Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung zu berücksichtigen.

Angemessen in diesem Sinne ist eine Abfindung, die dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also dem vollen Wert seiner Beteiligung entspricht (vgl. BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999 – 1 BvR 1613/94, BVerfGE 100, 289, 304 f., juris-Rn. 51 ff., insbes. 60 ff., insbes. Rn. 63 („DAT/Altana“)). Das setzt voraus, dass der „wahre“ Wert der Unternehmensbeteiligung an dem arbeitenden Unternehmen unter Einschluss der stillen Reserven und des inneren Geschäftswerts bestimmt wird (BVerfG, ebenda). Dabei stellt der Börsenkurs der Gesellschaft regelmäßig eine Untergrenze für die zu gewährende Abfindung dar (vgl. BVerfG, ebenda).

Wenn die Abfindung nicht nach dem Börsenkurs der gehaltenen Aktie als Untergrenze der Abfindung bestimmt wird, ist in der Regel der anteilige Unternehmenswert zugrunde zu legen, wobei der Wert des Unternehmens im Wege einer Schätzung nach § 287 Abs. 2, 1 ZPO erfolgt (vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, BGHZ 236, 180 („WCM“), Rn. 19; BGH, Beschluss v. 12.03.2001 – II ZB 15/00, BGHZ 147, 108, 116; Beschluss v. 15.09.2020 – II ZB 6/20, BGHZ 227, 137 Rn. 20).

Hierfür ist entscheidend, dass eine nach § 287 Abs. 2 ZPO tragfähige Grundlage für die von dem Gericht vorzunehmende Schätzung geschaffen ist. Tragfähigkeit ist gegeben, wenn es sich um eine geeignete und aussagekräftige, aber sowohl aus verfassungsrechtlicher (vgl. BVerfG NJW 2007, 3266, zit. nach Juris Rn 23) als auch aus einfachrechtlicher (vgl. BGH, Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 42; BGHZ 147, 108, zit. nach juris Rn. 20 aE) Sicht nicht notwendiger Weise bestmögliche Grundlage handelt. Dies bedeutet, dass die zur Anwendung gebrachte Methode in der Wirtschaftswissenschaft oder Betriebswirtschaftslehre anerkannt und in der Praxis gebräuchlich ist (vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023 – II ZB 12/21, BGHZ 236, 180, juris-Rn. 19 m.w.N. („WCM“); Beschluss vom 29.09.2015 - II ZB 23/14, juris Rn. 42 mwN). Zudem muss das Gericht im konkreten Fall in Ausübung des ihm zugestandenen Ermessens von der Geeignetheit und Aussagekraft der von ihm zur Schätzung herangezogenen Methode überzeugt sein. Nicht erforderlich ist demgegenüber, dass sich das Gericht ein abschließendes Bild über die widerstreitenden Ansichten innerhalb

der Wirtschaftswissenschaften zu einzelnen Methoden oder Parametern machen müsste. Ausreichend ist vielmehr eine Beurteilung der Tragfähigkeit der Schätzgrundlagen nach pflichtgemäßem Ermessen gemessen an dem Ziel einer zutreffenden Abbildung des „wahren“ Wertes der Unternehmensbeteiligung, wobei nicht die Methode ermittelt werden muss, die das Bewertungsziel am (vermeintlich) besten erreicht (vgl. auch OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 15.06.2022, 21 W 135/20, S. 13 f., Bd. XL Bl. 402 f. d.A.). Bewertungsmethoden sind keine Rechtsnormen und ähneln ihnen nicht, so dass das Gericht hieran nicht gebunden ist (vgl. BGH, Beschluss vom 21.02.2023, BGHZ 236, 180, a.a.O., Rn. 19). Erst recht gilt dies für von der Wirtschaftswissenschaft oder der Wirtschaftsprüferpraxis entwickelte Berechnungsweisen, selbst wenn sie als „Bewertungsstandards“, wie die Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertung und Betriebswirtschaft des IDW (FAUB) oder der IDW Standard, schriftlich festgehalten sind (ebenda, m.w.N.). Eine marktorientierte Bewertung einer Unternehmensbeteiligung auf Grundlage des Börsenkurses des Unternehmens steht, genauso wie die Schätzung auf Grundlage der Ertragswertmethode, des Discounted-Cash-flow-Verfahrens und ausnahmsweise des Liquidationswerts, als Methode mit Art. 14 in Einklang (ebenda, m.w.N.). Eine Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden (ebenda, m.w.N.).

b) Diese Grundsätze zugrunde gelegt, kann die Schätzung des Unternehmenswerts der Elikraft AG nicht anhand ihres Börsenkurses erfolgen.

aa) Das Gericht erachtet den Börsenkurs weiterhin für grundsätzlich geeignet, um den Wert eines Unternehmens zu bestimmen und darauf aufbauend die angemessene Abfindung zu schätzen.

Es bestehen keine grundsätzlichen Bedenken, die Angemessenheit der Abfindung der außenstehenden Aktionäre anhand des Börsenkurses zu bestimmen (vgl. näher BGH, Beschluss vom 21.02.2023, a.a.O., Rn. 15 ff. („WCM“); bestätigend BGH, Beschluss vom 31.01.2024 – II ZB 5/22, AG 2024, 665, juris-Rn. 20 ff. („Vodafone/Kabel Deutschland“). Eine marktorientierte Bewertung einer Unternehmensbeteiligung auf Grundlage des Börsenkurses des Unternehmens steht, genauso wie die Schätzung auf Grundlage der Ertragswertmethode, des Discounted-Cash-flow-Verfahrens und

ausnahmsweise des Liquidationswerts als Methode mit Art. 14 GG in Einklang (vgl. BGH, a.a.O., m.w.N.). Eine Methode scheidet nur aus, wenn sie aufgrund der Umstände des konkreten Falls nicht geeignet ist, den „wahren“ Wert abzubilden (ebenda). Die marktorientierte Methode der Heranziehung des Börsenwerts einer Gesellschaft ist grundsätzlich als Grundlage für die Schätzung des Werts einer Beteiligung an dieser Gesellschaft geeignet (ständige Rechtsprechung der Kammer seit ihrem Beschluss vom 13.03.2009 – 3-05 O 57/06, ZIP 2009, 1322, juris-Rn. 19 ff.); die Berücksichtigung des Börsenwerts beruht auf der Annahme, dass die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niederschlägt (vgl. BGH, BGHZ 236, 180, a.a.O., Rn. 20 m.w.N.). Voraussetzung der Bestimmung des Werts einer Unternehmensbeteiligung nach dem Börsenwert ist dabei nicht, dass der Kapitalmarkt in Bezug auf die Anteile streng allokatons- und informationseffizient ist, also ein Zustand perfekten Wettbewerbs herrscht und alle prinzipiell zugänglichen öffentlichen und nichtöffentlichen Informationen korrekt in den Kursen verarbeitet sind (ebenda). Nur wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, so dass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, kann der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden (ebenda).

Das Gericht ist auch nicht grundsätzlich gehindert, die angemessene Abfindung anhand des Börsenkurses zu bestimmen, weil die Gutachtliche Stellungnahme und der sachverständige Prüfer den Wert anhand der Ertragswertmethode ermittelten. Eine Bindung des Tatrichters, dem die Methodenwahl im Spruchverfahren obliegt, an die vom Abfindungspflichtigen zugrunde gelegte Bewertungsmethode besteht nicht; der Abfindungspflichtige darf auch nicht berechtigt darauf vertrauen, dass das Gericht im Spruchverfahren die von ihm dem Abfindungsangebot zugrunde gelegte Methode beibehält (BGH, BGHZ 236, 180, a.a.O., Rn. 25 m.w.N.). Auch die außenstehenden Aktionäre bzw. Minderheitsaktionäre dürfen nicht berechtigt darauf vertrauen, dass die Abfindung im Spruchverfahren durch das Gericht nach der vom Abfindungspflichtigen seinem Abfindungsangebot zugrundeliegenden Berechnungsweise ermittelt wird (ebenda). Ein Schutz der Abfindungsberechtigten besteht allein dahin, dass sie vor eventuellen negativen Folgen der Auswahl einer anderen Bewertungsmethode dadurch

geschützt werden, dass das Gericht keine Abfindung unter der vom Abfindungspflichtigen angebotenen Abfindung festsetzen kann (ebenda).

bb) Allerdings ist der Börsenkurs aufgrund der Umstände des vorliegenden Falls nicht geeignet, den „wahren“ Wert der Elikraft AG abzubilden.

Wie bereits ausgeführt kann, wenn im konkreten Fall von der Möglichkeit einer effektiven Informationsbewertung durch die Marktteilnehmer nicht ausgegangen werden kann, so dass der Börsenkurs keine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt, der Anteilswert nicht unter Rückgriff auf den Börsenkurs ermittelt werden. Im vorliegenden Fall kann nicht davon ausgegangen werden, dass der Börsenkurs eine verlässliche Aussage über den Verkehrswert der Unternehmensbeteiligung erlaubt.

Denn dies ist nur dann der Fall, wenn die Marktteilnehmer auf der Grundlage der ihnen zur Verfügung gestellten Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens, um dessen Aktien es geht, zutreffend bewertet haben und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktien niedergeschlagen hat (vgl. BGH, Beschluss vom 12.03.2001, BGHZ 147, 108, a.a.O.; Beschluss vom 21.02.2023, BGHZ 236, 180, a.a.O., Rn. 32 ff.; OLG, Beschluss vom 26.04.2021 – 21 W 139/19, AG 2021, 559, juris Rn. 39).

Dies kann jedoch vorliegend nicht angenommen werden. Es lässt sich schon kein liquider Aktienhandel als Mindestvoraussetzung für eine hinreichende Aussagekraft der Börsenkurse feststellen.

Der vom Gericht bestellte Sachverständige hat analysiert, dass (auch) im Drei-Monats-Zeitraum vor dem 05.12.2018 im Freiverkehr der Börsen Frankfurt am Main und Berlin überhaupt kein Handel mit der Elikraft-Aktie stattfand (S. 121 GA). Dagegen war Handel sowohl im regulierten Markt der Börse Hamburg als auch im Freiverkehr der Börse Stuttgart zu verzeichnen, auch wenn er gering ausfiel (S. 121 GA). Im regulierten Markt der Börse Hamburg war ein Handelsvolumen von 75 Stück verteilt auf 4 Handelstage (von 64 Börsentagen) zu verzeichnen, was einer Quote (Handelstage/Börsentage) von 6,3 % entspricht; der relative Bid-Ask-Spread (im Folgenden auch: BAS), also die

Differenz zwischen Geld- und Briefkurs, lag im Median bei 18,2 %. Im Freiverkehr der Börse Stuttgart verzeichnete der Sachverständige ein Handelsvolumen von 25 Stück verteilt auf 3 Handelstage (von 64 Börsentagen), was einer Quote (Handelstage/Börsentage) von 4,7 % und einem relativen BAS (Median) von 22,2 % entspricht. Nimmt man dies zusammen, ergibt sich ein Handelsvolumen von 100 Stück verteilt auf 6 Handelstage (von 64 Börsentagen), was einer Quote (Handelstage/Börsentage) von 9,4 % und einem relativen BAS (Median) von 22,2 % entspricht. Dabei lag der relative BAS im Drei-Monats-Zeitraum zwischen 0,6 % und 29,5 %, im Durchschnitt bei 20,1 %, wobei der Median, wie bereits ausgeführt, bei 22,2 % lag (S. 122 GA).

Damit war aber der BAS sowohl im regulierten Markt der Börse Hamburg als auch der BAS in der Gesamtbetrachtung sehr hoch. Ein geringer Bid-Ask-Spread deutet auf niedrige Transaktionskosten für die Käufe und Verkäufe der Aktien hin und sichert zusammen mit einem ausreichenden Handelsvolumen die Grundlage für eine schnelle sowie freie Preisbildung, womit die wesentliche Grundlage für einen unverzerrten Anpassungsprozess des Aktienkurses geschaffen ist (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 09.02.2024, a.a.O., Rn. 29 m.N.). Dagegen lag hier gerade ein zu hoher Bid-Ask-Spread vor, um von einem liquiden Aktienhandel ausgehen zu können. Denn schon bei einem Bid-Ask-Spread über 2 % bestehen, ohne dass es hierfür aber ein eindeutiges abschließendes „Messkonzept“ gäbe, erhebliche Bedenken an der Liquidität der Aktie (vgl. auch OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.01.2017 – 21 W 75/15, AG 2017, 790, juris-Rn. 32, 34). Je niedriger die Geld-Brief-Spanne, desto einheitlicher ist die Einschätzung der Marktteilnehmer hinsichtlich des Wertes eines Wertpapiers; bei engen Spannen ist daher die Marktliquidität als hoch und die Transaktionskosten sind als niedrig anzusehen (ebenda, Rn. 32 m.w.N.).

Und auch das Handelsvolumen von 75 Stück im regulierten Markt der Börse Hamburg bzw. insgesamt von 100 Stück war sehr niedrig. Schließlich lag auch die Quote der Handelstage, bezogen auf die Börsentage, sehr niedrig, nämlich bei 6,3 % bzw. 9,4 % gesamt; sie lag damit (deutlich) unter 1/3 der möglichen Börsentage.

Zudem gab es im Drei-Monats-Zeitraum vor dem 05.12.2018 erhebliche Kurssprünge, und zwar im regulierten Markt der Börse Hamburg vom 18.09.2018 zum nächsten Handelstag, dem 30.10.2018, um - 11,8 %, sowie darauffolgend vom 30.10.2018 zum

nächsten Handelstag am 05.11.2018 um + 7,0 %. Und auch im Freiverkehr der Börse Stuttgart lagen im Drei-Monats-Zeitraum vor dem 05.12.2018 erhebliche Kurssprünge vor, und zwar vom 14.08.2018 auf den nächsten Handelstag am 18.09.2018 um + 24,1 % und darauffolgend vom 18.09.2018 zum nächsten Handelstag am 20.09.2018 um - 8,9 %. Hinzu kommt, dass auch die Kurse zwischen den Börsenplätzen nicht unerheblich abwichen; so lagen die Kurse im regulierten Markt der Börse Hamburg am 18.09.2018 bei 80,50 Euro, dagegen im Freiverkehr der Börse Stuttgart bei 90,00 Euro. Die übrigen Kurse sind nicht unmittelbar vergleichbar, da Handel an unterschiedlichen Handelstagen erfolgte. Auch wenn die Kurssprünge nur anhand der Tagesschlusskurse festgestellt werden konnten, da für die Elikraft-Aktie keine Daten zu Intradaykursen vorlagen, spricht auch dies vorliegend dagegen, von einer hinreichenden Aussagekraft der Börsenkurse auszugehen.

In der Zusammenschau spricht aber all dies nach Auffassung des Gerichts dagegen, dass der Börsenkurs im vorliegenden Fall eine geeignete Grundlage für die Schätzung des Unternehmenswertes darstellen kann. Auch ist insoweit – in Übereinstimmung mit dem Sachverständigengutachten (S. 127 f. GA) – von einer Marktengung auszugehen.

Im Übrigen stimmt die Analyse des Sachverständigen insoweit im Ergebnis auch mit den von der sachverständigen Prüferin bestätigten Feststellungen in dem Bewertungsgutachten sowie der Aufstellung des gemeinsamen Vertreters überein; denn auch danach fand in dem maßgeblichen Drei-Monats-Zeitraum nur ein ganz geringer Handel mit Aktien statt, es sind auch danach erhebliche Kurssprünge sowie erhebliche Differenzen zwischen den Kursen an den Börsen Hamburg, Berlin und Stuttgart festzustellen (vgl. auch OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 15.06.2022, a.a.O., Bd. XL Bl. 404 d.A.). Der Bid-Ask-Spread betrug demnach 26,24 %. Auch damit lässt sich schon kein liquider Aktienhandel als Mindestvoraussetzung für eine hinreichende Aussagekraft der Börsenkurse feststellen. Entsprechend hatten auch sowohl die Bewertungsgutachterin als auch die sachverständige Prüferin die Eignung des Börsenkurses bereits für die Frage der Heranziehung des eigenen Beta-Faktors der Elikraft AG verneint (einen entsprechenden Schluss zieht – unter Hinzuziehung des BAS im zwei-, drei- und fünfjährigen Zeitraum – auch das Sachverständigengutachten (S. 58 ff. GA)). Ist aber der Börsenkurs nicht geeignet, das unternehmerische Risiko als Teilaspekt des Unternehmenswertes abzubilden, spricht regelmäßig wenig dafür, den Unternehmenswert allein anhand des Börsenwertes zu schätzen (vgl. OLG Frankfurt

am Main, a.a.O.; Beschluss vom 26.01.2017 – 21 W 75/15, AG 2017, 790, juris Rn. 31,34).

Die Liquidität der Aktie ist aber ein für die Aussagekraft des Börsenkurses wesentliches Kriterium, welches im Rahmen der pflichtgemäßen Ausübung tatrichterlichen Ermessens bei der Frage der Eignung des Börsenkurses als Schätzgrundlage – neben der Frage der Verzerrung – mit zu berücksichtigen ist (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 15.06.2022, a.a.O.; Beschluss vom 26.04.2021, AG 2021, 559, Rn. 40).

Nach alldem erachtet das Gericht im vorliegenden Einzelfall den Börsenkurs als nicht ausreichend tragfähige Grundlage zur Schätzung des Unternehmenswertes.

2. Das Gericht schätzt den Unternehmenswert anhand der vom Sachverständigen vorgenommenen Bewertung nach dem *Net Asset Value* (im Folgenden auch: NAV) auf (maximal) 15.681.000,00 Euro, was einer Abfindung von (maximal) 69,69 Euro je Aktie entspricht.

a) Der NAV ist eine Methode, die zur Schätzung eines Unternehmenswerts geeignet ist. Bei dem NAV handelt es sich um eine Methode vorwiegend für die Bewertung von Immobiliengesellschaften, die sich auf europäischer Investment- und Analystenebene durchgesetzt hat und die in § 168 KAGB (Vorgängervorschrift § 36 InvG) für die Ermittlung des Wertes einer Beteiligung an einer vermögensverwaltenden bzw. Immobiliengesellschaft ihren gesetzlichen Niederschlag gefunden hat (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 03.11.2020 – 21 W 76/19, AG 2021, 275, juris-Rn. 20 m.w.N.). Hierbei wird der Wert einer Gesellschaft aus der Differenz der Marktwerte ihres Vermögens und der Marktwerte der Verbindlichkeiten der Gesellschaft ermittelt, wobei die Marktwerte der einzelnen Assets von deren jeweiligen voraussichtlichen Erträgen bzw. Zahlungsströmen abhängen (ebenda). Insoweit handelt es sich wie beim Liquiditäts- und Substanzwert um ein Einzelbewertungsverfahren, bei dem allerdings abweichend vom Liquidationswert ein Fortführungswert angesetzt wird (ebenda). Diese vereinfachte Form der Bewertung bietet sich daher vornehmlich dann an, wenn die Erträge der Gesellschaft im

Wesentlichen aus Erträgen und Aufwendungen im Zusammenhang mit bestimmten Kapitalanlagen resultieren, bei denen möglichst keine Synergieeffekte zu verzeichnen sind bzw. die Assets nicht arbeitsteilig und gemeinschaftlich zu einer gemeinsamen Wertschöpfung beitragen, sondern letztlich unverbunden nebeneinander den Gesamtwert ausmachen, wie dies bei rein vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaften der Fall ist (ebenda).

Gleichwohl ist die Bewertungsmethode aber nur eingeschränkt anwendbar (ebenda, Rn. 21 m.w.N.). Denn je weniger es sich um eine rein vermögensverwaltende Gesellschaft handelt, umso umfangreichere Anpassungen sind erforderlich, damit aus dem NAV eine angemessene Abfindung abgeleitet werden kann (ebenda). So ist grundsätzlich für die angemessene Abfindung auf die zukünftigen finanziellen Überschüsse der Gesellschaft und nicht auf die Summe der singulären Überschüsse ihrer einzelnen Vermögenswerte abzustellen. Dazu aber gibt die NAV-Methode – ohne entsprechende Anpassungen – zunächst keine Auskunft, da sie nur die hypothetischen Veräußerungswerte der einzelnen Assets zum Bewertungsstichtag abbildet und damit in der Regel nicht sämtliche zu erwartenden Zahlungsströme des Unternehmens erfasst (ebenda). Zwar sind zur sachgerechten Erfassung des Unternehmenswertes anhand des NAV Anpassungen möglich, etwa in Bezug auf nicht erfasste Verwaltungskosten, da diese Auszahlungen die finanziellen Überschüsse belasten und damit nicht bei der Ermittlung der abzufindenden Vermögensposition ausgeblendet werden dürfen (ebenda). Je bedeutsamer die Anpassungen jedoch aufgrund der Ausrichtung der Gesellschaft für den Unternehmenswert sind, desto weniger vermag der NAV für die Zwecke einer Unternehmensbewertung zu überzeugen, da in diesem Fall der Unternehmenswert nur eingeschränkt von dem gesondert ermittelten Marktwert der einzelnen Vermögensgegenstände bestimmt wird (ebenda).

Jedenfalls, wenn etwa die Hälfte der Immobilien und mehr als die Hälfte der Mietflächen, die von der Gesellschaft bewirtschaftet werden, im Fremdbestand sind und ein wesentlicher Teil des Geschäfts des Unternehmens in der Verwaltung fremden Immobilienbestandes liegt, stellt das „Net Asset Value“-Verfahren keine geeignete Grundlage zur Bewertung der Gesellschaft dar (ebenda, Rn. 22). Denn insoweit wird der Wert der Gesellschaft nicht von der Summe der Einzelwerte der Immobilien bestimmt, sondern die Wertschöpfung resultiert zu einem wesentlichen Teil aus dem arbeitsteiligen Verbund im Rahmen der Verwaltung der Fremdimmobilen. Anerkannt

ist, dass gerade beim Auftreten von Synergieeffekten der NAV kein geeigneter Ansatz für die Bemessung des Unternehmenswertes ist (ebenda).

Bei Zugrundelegung dieser Grundsätze ist der NAV vorliegend eine geeignete Bewertungsmethode. Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit der Elikraft AG und ihrer Tochtergesellschaften war der Betrieb der an der Lahn gelegenen Wasserkraftwerke Diez und Kirschhofen, deren Eigentümerin die Elikraft AG war. Zudem war die Tochtergesellschaft Park-Bau KG Eigentümerin einer Parkhausimmobilie. Die Park-Bau GmbH war als Verwalterin der Parkhausimmobilie tätig. Die gesamte Gruppe verwaltete und betrieb mithin im Wesentlichen ihre eigenen Immobilien. Dementsprechend hat der Sachverständige auch keine umfangreichenden Anpassungen für erforderlich erachtet, damit aus dem NAV eine angemessene Abfindung abgeleitet werden kann (vgl. S. 12 f., 80 ff., 138 f. GA); dem schließt sich das Gericht aus eigener Überzeugung an. Auch wenn im Bereich der Verwaltung beim Personal gewisse kleine Synergien erzielt worden sein können, erachtet das Gericht diese als vernachlässigbar und den NAV als zutreffende Ermittlungsmethode. Denn im Jahr 2018 beschäftigte die Unternehmensgruppe durchschnittlich auf Vollzeitkräfte umgerechnet 4 Mitarbeiter. Soweit sich hieraus Synergien ergeben sollten, fallen diese bei insgesamt 4 Mitarbeitern nach Ansicht des Gerichts nicht ins Gewicht; sie sprechen nicht gegen eine Bewertung nach NAV. Sonstige Synergien zeigt weder das Gutachten auf noch legen die Parteien solche konkret dar; sie sind auch sonst nicht ersichtlich. Bezüglich des Einwands einzelner Antragsteller, die Verwaltungskosten seien wegen Synergien niedriger anzusetzen, wird noch auf untenstehende Ausführungen verwiesen. Vielmehr stehen hier, wie in der Regel bei jeder vermögensverwaltenden Immobiliengesellschaft, die isolierten Vermögensgegenstände im Vordergrund, aus deren Zusammenspiel aber keine wesentlichen Synergien erkennbar sind.

Auch der Sachverständige erachtet vorliegend den NAV als die treffende Bewertungsmethode. Soweit die Bewertungsgutachterin und die sachverständige Prüferin die Ertragswertmethode zugrunde gelegt haben, ist das Gericht wie ausgeführt hieran nicht gebunden. Beide haben auch soweit ersichtlich nicht Einwände gegen die Bewertung nach der NAV-Methode erhoben, sondern ohne weitere Auseinandersetzung hiermit nach der Ertragswertmethode bewertet. Damit ergeben sich aber auch hieraus keine Gründe, die gegen eine Bewertung nach der NAV-Methode sprechen.

b) Unter Zugrundelegung der NAV-Methode schätzt das Gericht die angemessene Abfindung auf (maximal) 69,69 Euro.

Den Wert von 69,69 Euro hat das Sachverständigengutachten gut nachvollziehbar und überzeugend errechnet, auf die entsprechenden Ausführungen wird zur Vermeidung von Wiederholungen verwiesen (S. 80 ff. GA); das Gericht schließt sich dem aus eigener Überzeugung an.

Entgegen der Ansicht einzelner Antragsteller erachtet das Gericht insbesondere auch den Barwert der Verwaltungskosten in Höhe von knapp 2,2 Mio. Euro (S. 106 f. GA) nicht für zu hoch. Entgegen der Ansicht der Antragsteller sind die Verwaltungskosten nicht aus dem Durchschnitt der Jahre 2015 – 2018 geschätzt, sondern anhand jener aus dem Jahr 2018; dies hat der Sachverständige für sachgerecht erachtet, da diese die im Zeitablauf rückläufigen übrigen betrieblichen Aufwendungen, den verminderten Personalbestand bei der Park-Bau GmbH sowie die aufgrund gestiegener Kosten ebenfalls höheren Verwaltungserlöse berücksichtigten. Dies erachtet das Gericht für überzeugend und schließt sich dem aus eigener Überzeugung an. Soweit die Antragsteller insoweit der Ansicht sind, dass sich nach 2018 die Verwaltungskosten aufgrund des *Squeeze-out* weiter reduzieren würden, ist dies bereits nicht ausreichend konkret ausgeführt. Es ist nicht nachvollziehbar dargelegt, aus welchen Effekten des *Squeeze-out* sich die weitere Reduzierung der Verwaltungskosten ergeben soll. Selbst wenn dies nachvollziehbar wäre, führte dies nach Ansicht des Gerichts aber auch nicht dazu, dass die Verwaltungskosten weiter reduziert anzusetzen wären. Denn insoweit entspricht es der bisherigen Rechtsprechung und ist auch weiter überzeugend, dass (echte) Synergien durch die Strukturmaßnahme selbst gerade nicht in die Bewertung, die der Ermittlung des Abfindungswertes für diese Strukturmaßnahme dient, einzufließen haben.

Dies entsprach auch, wie der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme (dort S. 2 f., eBl. 883 d.A.) ausführt, dem bisherigen IDW S 1; danach handelte es sich bei den aus der Strukturmaßnahme resultierenden Kosteneinsparungen in Bezug auf niedrigere Berichts- und Prüfungskosten gem. IDW S 1 i.d.F. 2008 um „echte“, nicht zu

berücksichtigende Synergien, da sie nur durch die Durchführung der Maßnahme entstehen.

Hieran hält das Gericht unabhängig davon fest, ob der Entwurf des neuen IDW ES 1 i.d.F. 2024 insoweit einen Ansatz vorsieht. Dabei kommt es nicht vorrangig darauf an, dass die Maßnahme im Jahr 2018 beschlossen wurde. Vielmehr überzeugt es aus Rechtsgründen, sog. „echte“ Synergien nicht zu berücksichtigen. Dabei ist das Gericht an den – letztlich eine Empfehlung einer privatrechtlichen Organisation darstellenden – IDW (E)S 1 nicht gebunden. Es ist für die Abfindung eines außenstehenden Aktionärs aufgrund eines *Squeeze-out* (und auch bei anderen Strukturmaßnahmen) zutreffend, (echte) Synergien, die aufgrund dieses *Squeeze-out* (oder dieser anderen Strukturmaßnahme) entstehen, nicht zu berücksichtigen. Dies entspricht ständiger, gefestigter Rechtsprechung in Spruchverfahren (vgl. beispielsweise OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 26.01.2017, AG 2017, 790, a.a.O., Rn. 61; OLG Stuttgart, Beschluss v. 24.07.2013 – 20 W 2/12, AG 2013, 840, juris-Rn. 141, 145; vgl. auch *Popp/Ruthardt*, in: *Fleischer/Hüttemann, UntBew*, 2. Aufl. 2019, Rn. 12.30 m.w.N.). Denn echte Synergieeffekte lassen sich ausschließlich durch die Verbindung zwischen bestimmten Unternehmen aufgrund spezifischer Eigenschaften und Gegebenheiten realisieren; diese wertsteigernden Effekte ergeben sich erst mit Durchführung der dem Bewertungsanlass zugrunde liegenden Maßnahme. Eine angemessene Abfindung berücksichtigt aber nur den Grenzwert, zu dem der ausscheidende Aktionär ohne wirtschaftlichen Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann. Kosteneinsparungen aus dem Wegfall der Hauptversammlung bzw. allgemeiner Kosteneinsparungen als direkte Folge des *Squeeze-out* sind nicht berücksichtigungsfähig, da so zu bewerten ist, wie die Gesellschaft ohne den Bewertungsanlass stünde (vgl. auch OLG Stuttgart, a.a.O.).

Die Bewertung des Sachverständigen ist auch im Übrigen gut nachvollziehbar und überzeugend.

Der gemeinsame Vertreter hat, nachdem der Sachverständige die Bodenrichtwerte und den Grundstücksmarktbericht 2019 als Anlage zur ergänzenden Stellungnahme übersandt hat, hierzu auch keine Nachfragen mehr gehalten. Anhaltspunkte dafür, dass diese unzutreffend sind, haben sich für das Gericht nicht ergeben.

Soweit der gemeinsame Vertreter darüber hinaus gefordert hat, dass der Sachverständige seine Berechnungen im Detail vorzulegen habe, hat dieser in seiner ergänzenden Stellungnahme auf seine ausführlichen Berechnungen und Darlegungen im Gutachten verwiesen. Eine weitere Ermittlung erachtet das Gericht nicht für erforderlich; tatsächlich hat der Sachverständige im Gutachten sehr ausführlich seine Berechnungen und Bewertungen dargelegt, konkrete Einwendungen hiergegen sind nicht erhoben, hätten aber erhoben werden können.

Das Gericht erachtet es auch nicht für erforderlich, dass der NAV durch den Sachverständigen neu berechnet wird, weil im Gutachten für das Parkhausgrundstück in 32051 Herford (Wittekindstraße 22), der Bodenrichtwert voll zugrunde gelegt ist, obwohl es sich insoweit nicht um ein Grundstück im Eigentum, sondern lediglich ein Erbbaurecht handelt. Denn würde man diesen zutreffenden Einwand berücksichtigen, würde sich die Bewertung anhand des NAV verringern, aber unter keinen Umständen erhöhen, wie auch die Antragsgegnerin selbst darlegt. Da jedoch die Abfindung aufgrund des berechneten NAV nicht zu erhöhen war (s.u.), kann offenbleiben, wie hoch konkret die auf Basis eines anhand des NAV bewerteten Unternehmenswertes geschätzten Abfindung ausfällt, wenn die Bewertung statt Eigentums das Erbbaurecht an dem genannten Grundstück (und damit einen niedrigeren Wert) ansetzt.

3. Eine höhere Barabfindung ergibt sich auch nicht, da der Börsenkurs als Untergrenze anzusetzen wäre.

a) Zwar stellt, wie bereits ausgeführt, der Börsenkurs grundsätzlich die Untergrenze der zu gewährenden Abfindung dar (vgl. BVerfG, Beschluss v. 27.04.1999, BVerfGE 100, 289, a.a.O., Rn. 53 ff. (DAT/Altana)). Die Minderheitsaktionäre dürfen nicht weniger erhalten, als sie bei einer freien Deinvestitionsentscheidung erlangt hätten (ebenda, Rn. 56). Ein existierender Börsenkurs darf bei der Ermittlung des Werts der Unternehmensbeteiligung nicht unberücksichtigt bleiben (ebenda, Rn. 60 ff.). Denn das Aktieneigentum ist nicht zuletzt durch seine Verkehrsfähigkeit geprägt; dies gilt vor allem für die börsennotierte Aktie (ebenda, Rn. 62). Sie wird an der Börse gehandelt und erfährt dort aus dem Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage eine Wertbestimmung, an der sich die Aktionäre bei ihren Investitionsentscheidungen

orientieren (ebenda, Rn. 62). Das Gebot, bei der Festsetzung der angemessenen Entschädigung den Börsenkurs zu berücksichtigen, bedeutet nicht, dass er stets allein maßgeblich sein müsse; es kann verfassungsrechtlich beachtliche Gründe geben, ihn zu unterschreiten (ebenda, Rn. 65 f.). Eine Unterschreitung kommt dann in Betracht, wenn der Börsenkurs ausnahmsweise nicht den Verkehrswert der Aktie widerspiegelt (ebenda, Rn. 66). So ist, wenn eine Marktengge gegeben ist, ungewiss, ob der Minderheitsaktionär seine Aktien tatsächlich zum Börsenkurs hätte verkaufen können (ebenda, Rn. 67). Auch in diesem Fall fehlt dem Börsenkurs aber nicht jede Eignung zur Feststellung des Werts der Unternehmensbeteiligung, solange die Aktien an der Börse gehandelt werden (ebenda). Dem abfindungsverpflichteten herrschenden Unternehmen muss jedoch die Möglichkeit eingeräumt werden, darzulegen und ggf. zu beweisen, dass der Börsenkurs nicht dem Verkehrswert entspricht, etwa weil längere Zeit praktisch überhaupt kein Handel mit den Aktien der Gesellschaft stattgefunden hat (ebenda).

Der Börsenkurs ist als Untergrenze also nur geeignet, wenn insbesondere, aber nicht nur, keine Marktengge vorliegt, was regelmäßig anhand der in § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung festgelegten Kriterien gemessen wird (vgl. z.B. OLG Frankfurt am Main, v. 28.03.2014 – 21 W 15/11, juris-Rn. 216 ff. m.w.N.). Denn entscheidend für die Frage, ob ein beobachteter Börsenkurs als Untergrenze für die Abfindung eine Rolle spielt, ist die realistische Möglichkeit des Minderheitsaktionärs, ohne die unternehmerische Maßnahme seine Aktien zu diesem Kurs verkaufen zu können (vgl. OLG Frankfurt, Beschluss vom 30.03.2010 – 5 W 32/09, juris-Rn. 25; OLG München, Beschluss vom 11.07.2007 – 31 Wx 41/05, juris-Rn. 22 ff.; LG Frankfurt, ZIP 2006, 854).

b) Vorliegend bestand keine realistische Möglichkeit des Minderheitsaktionärs, seine Aktien ohne die unternehmerische Maßnahme zum Börsenkurs zu verkaufen. Es lag Marktengge vor. Denn nach § 5 Abs. 4 WpÜG-Angebotsverordnung liegt Marktengge vor, wenn kumulativ während der letzten drei Monate an weniger als einem Drittel der Börsentage Börsenkurse festgestellt wurden und mehrere nacheinander festgestellte Börsenkurse um mehr als 5 Prozent voneinander abgewichen sind. Beides lag vorliegend vor.

aa) Maßgeblich ist der Drei-Monats-Zeitraum vor Bekanntgabe der Maßnahme am 05.12.2018; an diesem Tag informierte die Antragsgegnerin die Öffentlichkeit per Pressemitteilung über den geplanten Ausschluss. Dagegen kann nicht, wie vom Sachverständigen in einer Alternativbetrachtung ebenfalls dargestellt, bereits auf den Drei-Monats-Zeitraum vor dem 18.09.2018 abgestellt werden. Zwar ist an diesem Tag die Stimmrechtsmitteilung veröffentlicht worden, aus der sich ergab, dass die Antragsgegnerin die 95 %-Schwelle überschritt. Doch genügt dies nicht, um von einem ausreichend konkreten *Squeeze-out* auszugehen. Denn auch wenn auf vorangegangenen Hauptversammlungen als Ziel der Antragsgegnerin erklärt wurde, ein *Squeeze-out* bzw. Delisting vorzunehmen, genügt dies nicht, um von einer ausreichend konkretisierten Maßnahme auszugehen; vielmehr war nach den Zielvorgaben, zu denen es in der Hauptversammlung im Jahr 2017 nur geheißen haben soll, dass es zu dem nach wie vor angestrebten Delisting bzw. *Squeeze-out* nichts neues gebe, noch nicht klar, ob mit Erreichen der Schwelle ein *Squeeze-out* tatsächlich nach wie vor zeitnah angestrebt wird; zudem war anhand der angegebenen Ziele auch nicht klar, ob ein *Squeeze-out* oder Delisting vorgenommen werden sollte. Damit genügte allein das Überschreiten der 95 %-Schwelle (und dessen Bekanntwerden) nach Ansicht des Gerichts nicht, sondern ist auf den 05.12.2018 abzustellen, an dem die konkrete Maßnahme, also der *Squeeze-out*, angekündigt wurde.

bb) In dem Drei-Monats-Zeitraum vor dem 05.12.2018 lag jedoch eine Marktlücke vor. Handel fand im regulierten Markt an der Börse Hamburg an 4 von 64 Börsentagen und damit an 6,3 % der möglichen Handelstage statt, was (deutlich) unter dem geforderten 1/3 liegt. Auch wenn man eine Gesamtbetrachtung mit dem Handel im Freiverkehr vornimmt, ergibt sich ein Handel an deutlich unter 1/3 der Börsentage, nämlich an 6 von 64 Börsentagen, woraus sich eine Quote von 9,4 % errechnet.

Außerdem gab es im Drei-Monats-Zeitraum vor dem 05.12.2018 erhebliche Kurssprünge von mehr als 5 %, und zwar im regulierten Markt der Börse Hamburg vom 18.09.2018 zum nächsten Handelstag, dem 30.10.2018, um - 11,8 %, sowie darauffolgend vom 30.10.2018 zum nächsten Handelstag am 05.11.2018 um + 7,0 %. Und auch im Freiverkehr der Börse Stuttgart lagen im Drei-Monats-Zeitraum vor dem 05.12.2018 erhebliche Kurssprünge vor, und zwar vom 14.08.2018 auf den nächsten

Handelstag am 18.09.2018 um + 24,1 % und darauffolgend vom 18.09.2018 zum nächsten Handelstag am 20.09.2018 um - 8,9 %.

Damit ergibt sich aber im Hinblick auf die Börsenkurse eine Marktengge, so dass der Börsenkurs vorliegend grundsätzlich nicht als Untergrenze herangezogen werden kann.

cc) Etwas anderes ergibt sich auch nicht daraus, dass auch Geldkurse bestanden.

(1) Bei Geldkursen handelt es sich, wie der Sachverständige überzeugend ausgeführt hat (S. 130, Rn. 440 GA), um den Preis, zu dem ein Käufer bereit ist, ein Wertpapier zu erwerben, wobei dieser sich aus realen Kaufaufträgen aus dem Orderbuch ergibt und damit eine reale Nachfrage eines Marktteilnehmers darstellt. Es existiert aber hierzu kein passender Briefkurs (also der Preis, zu dem ein Wertpapier zum Verkauf angeboten wird), weshalb es nicht zum Handel kommt; ein Geldkurs stellt mithin keinen Börsenpreis gem. BörsG dar.

Auch wenn ein Geldkurs vorhanden war, ist wegen der bestehenden Marktengge und des äußerst geringen tatsächlichen Handels davon auszugehen, dass für den einzelnen Aktionär nicht die Möglichkeit bestand, zum Börsenpreis zu deinvestieren.

Zwar kann grundsätzlich bei der Frage, ob der Börsenkurs die Untergrenze darstellt, bei Vorliegen von Marktengge weiter betrachtet werden, ob Geldkurse ausgewiesen sind (vgl. OLG München, Beschluss v. 11.07.2006 – 31 Wx 41/05, ZIP 2006, 1722, juris-Rn. 22 ff.), während auf Tax- oder Briefkurse nicht abgestellt werden kann (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 04.03.2011 – 21 W 1/11, zitiert nach juris, Rn. 34).

Allerdings erachtet das Gericht den Ausweis von Geldkursen jedenfalls im vorliegenden Fall nicht für ausreichend, um anzunehmen, dass der Minderheitsaktionär zum Börsenkurs hätte deinvestieren können. Zwar lagen an mindestens einem der Handelsplätze jeweils Geldkurse für die Elikraft-Aktie vor (GA, Anlage 3, dort S. 2). Jedoch kann daraus aus Sicht des Gerichts vorliegend nicht darauf geschlossen werden, dass der einzelne Aktionär seine Aktien zum Börsenkurs hätte veräußern können. Denn gerade, weil zum Geldkurs kein passender Briefkurs vorlag, und also kein Handel stattfand, zeigt dies, dass ein Handel zu diesem Preis nicht möglich war.

Es kann aber nach Ansicht des Gerichts nicht aus einem (ganz überwiegend deutlich niedrigeren) Geldkurs darauf geschlossen werden, dass eine Veräußerung zum (höheren) Börsenkurs möglich gewesen wäre.

Wie der Sachverständige in seiner ergänzenden Stellungnahme (unter IV., S. 3, eBl. 884 d.A.) ausgeführt hat, handelt es sich bei den von ihm in Anlage 3 zu seinem Gutachten dargestellten Geldkursen um vorliegende Geldkurse der Elikraft-Aktie insgesamt, die sich nicht auf einzelne Börsenplätze beziehen, sondern nach dem jeweils höchsten Geldkurs über alle relevanten Börsenplätze hinweg ausgewiesen sind.

Der Geldkurs lag aber dennoch im Drei-Monats-Zeitraum (mit einer Ausnahme am bzw. um den 30.10.2018) fast durchgehend nicht unwesentlich unter dem auf die vereinzelt Handelstage entfallenden Börsenkurs. Aus den Geldkursen, also der Nachfrage nach einem Wertpapier zu einem bestimmten niedrigeren Preis, kann daher nach Ansicht des Gerichts vorliegend nicht darauf geschlossen werden, dass der einzelne Aktionär zum höheren Börsenkurs hätte deinvestieren können.

(2) Darüber hinaus kann aber nach Ansicht des Gerichts auch nicht ein zugrunde zu legender gewichteter Durchschnittsdeinvestitionswert aus den Geldkursen (und den vereinzelt vorhandenen Börsenkursen) gebildet werden.

Da wie dargelegt aus (niedrigeren) vorhandenen Geldkursen nicht auf eine Deinvestitionsmöglichkeit zum (höheren) Börsenkurs geschlossen werden kann, käme allenfalls in Betracht, davon auszugehen, dass der einzelne Aktionär zum gewichteten Durchschnitts-Geldkurs hätte deinvestieren können, wobei die vereinzelt vorhandenen Börsenkurse in der Berechnung ebenfalls zu berücksichtigen wären. Allerdings erachtet das Gericht dies nicht als zu Grunde zu legende Untergrenze.

Für eine Schätzung des „wahren“ Unternehmenswerts könnten die Geldkurse ohnehin von vornherein keine ausreichende Grundlage darstellen, weil es sich gerade nicht um den Verkehrswert der Aktie handelt; vielmehr handelt es sich gerade nicht um einen Gleichgewichtspreis aus Angebot und Nachfrage, sondern lediglich den Nachfragepreis. Allein aus diesem Nachfragepreis kann nicht darauf geschlossen werden, dass dieser den Preis darstellt, in dem die Marktteilnehmer auf der Grundlage

der ihnen zur Verfügung stehenden Informationen und Informationsmöglichkeiten die Ertragskraft des Unternehmens zutreffend bewerten und sich die Marktbewertung im Börsenkurs der Aktie niederschlägt. Dies kann grundsätzlich nur hinsichtlich eines Gleichgewichts- bzw. Marktpreises angenommen werden, also bei dem Preis, bei dem sich Angebot und Nachfrage treffen, mithin beim Börsenkurs.

Aber auch als Untergrenze ist der reine (gewichtete) Geldkurs nach Ansicht des Gerichts im vorliegenden Fall nicht heranzuziehen.

Denn der Sachverständige hat ausgeführt (S. 133 GA), dass vorliegend insbesondere kritisch zu würdigen sei, dass im Zeitablauf unveränderte Geldkurse vorliegen, insbesondere sei dies kritisch zu würdigen bei einem im Zeitablauf unveränderten Geldkurs, wenn kein Handel stattfindet. So zeigt sich z.B. für die Zeit vom 05.09.2018 bis zum 18.09.2018, in der kein Handel stattgefunden hat, dass der höchste Geldkurs immer bei 72,00 Euro lag, ebenso noch am 18. und 19.09., sowie sodann wieder am 21.09. sowie vom 27.09. bis zum 08.10.2018 sowie am 10. und 11.10.2018; an den zwischenzeitlichen Tag lag er bei 82,00 Euro am 20.09.2018 (an diesem Tage hatte im Freiverkehr in Stuttgart auch ein Handel zu diesem Preis stattgefunden) sowie vom 24.09. bis 26.09.2018, am 09.10.2018 bei 83,00 Euro. Der höchste Geldkurs lag sodann bei 68,00 Euro vom 12.10.2018 bis zum 22.10.2018 und vom 01.11. bis 21.11.2018; in der Zwischenzeit wechselte er nur zwischen dem 23.10. und 31.10.2018 zwischen 82,00 an einem Tag, 84,00 Euro an zwei Tagen, 85,00 Euro an einem Tag und 87,00 Euro an drei Tagen. Ab dem 22.11.2018 (an dem an der Börse Hamburg im regulierten Markt 15 Aktien für 76,00 Euro gehandelt wurden) betrug der höchste Geldkurs sodann durchgehend bis zum 04.12.2018 jeweils 65,00 Euro. Diese im Zeitablauf häufig sehr gleichförmigen Geldkurse, häufig ohne dass zwischendurch Handel zustande kam, spricht vorliegend dafür, dass lediglich ein einzelner Nachfrager hinter dem höchsten Geldkurs stand, so dass, würde dieser einzelne Nachfrager zu diesem Kurs bedient und also Handel zu diesem Preis stattfinden, anschließend dieser Geldkurs nicht mehr geboten würde, so dass bei Handel anschließend ein geringerer Geldkurs den höchsten Geldkurs darstellen würde. Würde man den höchsten Geldkurs dagegen wie ausgewiesen durchgehend berücksichtigen, würde dies zu einer Doppelzählung und damit einer Überwertung des Geldkurses führen (vgl. S. 133 GA, Rn. 450). Vielmehr spricht der über weite Zeitabläufe gleichförmige Geldkurs dafür, dass es einzelnen Anlegern nicht möglich gewesen wäre, über diese ausgewiesenen Zeiten tatsächlich

ihre Aktien zu dem ausgewiesenen Geldkurs zu veräußern. Vielmehr ist anzunehmen, dass auch hinsichtlich der Nachfrage, vergleichbar mit der Markttenge hinsichtlich des Börsenkurses, keine ausreichende Marktbreite vorlag. In der Gesamtbetrachtung erachtet es das Gericht, da Markttenge hinsichtlich des Börsenhandels vorlag, aber auch bezüglich des Geldkurses von einer ähnlichen Enge auszugehen ist, jedenfalls im vorliegenden Fall für ausgeschlossen, dass der einzelne Aktionär seine Aktien zum (gewichteten Durchschnitts-)Börsenkurs hätte veräußern können, aber auch, dass dem einzelnen Aktionär eine Deinvestition zum entsprechenden Geldkurs möglich gewesen wäre. Darauf, dass das hinter den einzelnen Geld- und Briefkursen stehende Volumen nicht mehr ermittelbar ist (vgl. S. 134 GA, Rn. 453), kommt es daher nicht mehr an. Vielmehr sprechen die gleichförmigen Kurse wie ausgeführt bereits dafür, dass es sich um keine vergleichbar „marktbreiten und -tiefen“ Geldkurse handelte. Da vorliegend zudem äußerst wenig Handel (nämlich je nach Betrachtung jedenfalls an unter 10 % der Börsentage) stattgefunden hat, stellen die Geldkurse (zusammen mit den vereinzelt Börsenkursen) keine valide Grundlage dar, um hieran ausgerichtet einen gewichteten Durchschnittskurs über drei Monate zu berechnen.

Das Gericht verkennt nicht, dass hinter dem Geldkurs ein bindendes Angebot steht, so dass grundsätzlich durchaus einiges dafür spricht, ggf. auch die Geldkurse in die Betrachtung mit einzubeziehen. Andererseits stellt sich bei vorliegender Markttenge hinsichtlich der Geldkurse immer die Frage, ob hinter einem entsprechenden Geldkurs auch eine hinreichende Deinvestitionsmöglichkeit steht; zudem sind Börsen- und Geldkurse bei illiquiden Aktien besonders manipulationsanfällig (vgl. näher Land/Hallermayer, AG 2015, 659, 664 f.). Die Streitfrage muss vorliegend jedoch nicht entschieden werden. Denn aufgrund des vorliegenden Geldkursverlaufes sieht das Gericht wie ausgeführt im vorliegenden Einzelfall eine Möglichkeit des einzelnen Aktionärs, über den Zeitverlauf jeweils den ausgewiesenen höchsten Geldkurs zu erzielen, nicht für gegeben.

4. Die festgelegte Barabfindung von 69,39 Euro ist als angemessen anzusehen. Es war keine darüber liegende Abfindung festzusetzen.

Zwar führt der anhand des *Net Asset Value* geschätzte Unternehmenswert wie dargelegt zu einer Abfindung von 69,69 Euro pro Aktie. Dies beinhaltet jedoch nur eine

geringfügige Abweichung von 0,30 Euro zu der festgelegten Barabfindung in Höhe von 69,39 Euro und damit in einer Höhe von unter 0,5 %. Jedenfalls bei einer Abweichung von 1 - 2 % kann die angemessene Abfindung aber als nicht korrekturbedürftig anzusehen sein; es greift vielmehr regelmäßig eine „Bagatellgrenze“ auf Basis der sog. „Bagatellrechtsprechung“ (vgl. OLG Frankfurt am Main, Beschluss vom 20.12.2011 – 21 W 8/11, AG 2012, 330, juris-Rn. 108 ff. m.w.N.; Beschluss v. 26.01.2015 – 21 W 26/13, juris-Rn. 80 ff. m.w.N.; Beschluss v. 26.04.2021 – 21 W 139/19, AG 2021, 559 juris-Rn. 61; bestätigt durch BGH, Beschluss v. 21.02.2023 – II ZB 12/21, a.a.O., Rn. 27). Sie trägt den Unschärfen und Unsicherheiten bei der Unternehmensbewertung Rechnung (vgl. auch *Fleischer*, DB 2023, 1844, 1845). Liegt wie vorliegend die Abweichung deutlich unter einem Prozent und ist sie damit der Schätzungenauigkeit der jeweiligen Unternehmenswerte geschuldet, ohne Ausdruck einer Unangemessenheit i.S.v. § 327b Abs. 1 S. 1 AktG zu sein, ist eine Korrektur durch Gewährung einer Zuzahlung nicht angezeigt (vgl. auch OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 26.04.2021, a.a.O.).

Dabei erachtet das Gericht die Bagatellrechtsprechung auch vorliegend für anwendbar, auch wenn die ursprüngliche, festgelegte Abfindung anhand des Ertragswertverfahrens ermittelt worden war, während das Gericht den Unternehmenswert anhand des *Net Asset Value* schätzt. Die Bagatellrechtsprechung kann auch angewendet werden, wenn unterschiedliche Bewertungsmethoden verwendet wurden (so jedenfalls auch OLG Frankfurt am Main, Beschluss v. 26.04.2021, a.a.O. (Ertragswert im Bewertungsgutachten; Börsenwert im Urteil), bestätigt durch BGH, Beschluss v. 21.02.2023 – II ZB 12/21, a.a.O., Rn. 27; a.A. OLG München, Beschluss v. 02.09.2019 – 31 Ws 358/16, juris-Rn. 148; vgl. insges. auch *Fleischer*, DB 2023, 1844, 1849).

Vorliegend ist nicht der Börsenkurs als Untergrenze betroffen, weil der Börsenkurs wie dargelegt als Untergrenze nicht heranzuziehen war. Verfassungsrechtliche Einwände (so aber im dortigen Fall, wo der Börsenkurs die Untergrenze darstellte, OLG Karlsruhe, Beschluss vom 12.09.2017 – 12 W 66/06, AG 2013, 353, juris-Rn. 36) in Bezug auf die Untergrenze sind damit vorliegend nicht betroffen. Eine Bagatellgrenze erachtet das Gericht vorliegend, bei Bewertung im Bewertungsgutachten nach Ertragswert, nach *Net Asset Value* seitens des Gerichts, dennoch für einschlägig. Bewertungsunsicherheiten können sich auch darin niederschlagen, dass nicht nur ein einzelner Parameter bei gleicher Bewertungsmethode angepasst wird, sondern auch, dass eine andere

Bewertungsmethode als vorzugswürdig erachtet wird. Auch wenn vom Gericht eine andere Bewertungsmethode herangezogen wird, greift die Bagatellgrenze daher vorliegend ein.

III. Eine Entscheidung über die Anträge einiger Antragsteller, der Antragsgegnerin aufzugeben, sämtliche Unterlagen hinsichtlich der Bewertung nach dem Ertragswertverfahren vorzulegen, sowie über die Frage einer etwaigen Befangenheit des sachverständigen Prüfers oder dessen Anhörung war entbehrlich. Da das Gericht eine Bewertung anhand des *Net Asset Value* zur Ermittlung der Angemessenheit der Abfindung und Ausgleichszahlung vorgenommen hat, sind diese den Ertragswert betreffenden Fragen für die Entscheidung nicht erheblich.

IV. Auch die Anträge einiger Antragsteller, die Barabfindung zu verzinsen, waren zurückzuweisen. Die festgelegte Barabfindung ist bereits ausgezahlt; eine Erhöhung war wie dargelegt nicht auszusprechen, so dass auch ein Anspruch auf Verzinsung der Erhöhung bereits mangels Hauptanspruch nicht besteht.

Im Übrigen ergäbe sich andernfalls die Höhe und der Beginn der Verzinsung des Nachzahlungsanspruchs bereits aus dem Gesetz (§ 327b Abs. 2 AktG); ein gesonderter Ausspruch wäre im Spruchverfahren daher auch dann nicht veranlasst.

V. Die Kostenentscheidung bezüglich der Gerichtskosten und der Kosten des gemeinsamen Vertreters der außenstehenden Aktionäre ergibt sich aus § 15 Abs. 1, § 6 Abs. 2 SpruchG. Danach hat grundsätzlich die Antragsgegnerin diese Kosten zu tragen.

Die Entscheidung über die außergerichtlichen Kosten folgt aus § 15 Abs. 2 SpruchG. Danach findet eine Kostenerstattung für die Antragsteller grundsätzlich nicht statt, es sei denn, die Billigkeit gebietet eine andere Entscheidung. Dies ist hier nicht der Fall. Da eine gerichtliche Korrektur der Abfindung nicht vorgenommen wird, sind Billigkeitsgründe nicht ersichtlich, die eine Erstattung der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller durch die Antragsgegnerin rechtfertigen könnten.

VI. Die Bestimmung des Geschäftswerts für das Gericht ergibt sich aus § 74 GNotKG. Danach richtet sich der Geschäftswert nach dem Betrag, den alle antragsberechtigten Aktionäre zu dem ursprünglich angebotenen Betrag insgesamt fordern können, mindestens jedoch 200.000,00 Euro und höchstens 7,5 Mio. Euro.

Mangels Erhöhung der Barabfindung bleibt es bei dem gesetzlichen Mindestwert von 200.000,00 Euro.

VII. Die Beschwerde wird nicht zugelassen. Nach § 17 SpruchG finden die Vorschriften des FamFG Anwendung, soweit sich aus dem SpruchG selbst nichts anderes ergibt. Da das SpruchG über die Beschwer keine Regelung enthält, bleibt es bei der Bestimmung des § 61 Abs. 1 Nr. 1 FamFG, d.h. der Wert des Beschwerdegegenstandes muss 600,00 Euro übersteigen (vgl. *Drescher*, in: BeckOGK AktG, § 12 SpruchG Rn. 8 mwN). Eine Zulassung gem. § 61 Abs. 2 FamFG bei Unterschreiten ist nicht geboten. Es ist vorliegend kein Grund ersichtlich, der es erforderlich machen würde, Beteiligte in Spruchverfahren, die mit ihrem früheren Aktienbesitz und der daraus beehrten Erhöhung der Kompensation die Wertschwelle nicht erreichen, anders zu behandeln als Beteiligte in sonstigen zivilrechtlichen Streitsachen oder in Verfahren der freiwilligen Gerichtsbarkeit, wo bei Nichterreichung des Beschwerdewerts bzw. der Berufungssumme ebenfalls kein zweiter Rechtszug eröffnet ist.